



**GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y
DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

2019/2020

TRABAJO FIN DE GRADO

MENCIÓN EN FINANZAS

**IBEX 35 Y ANÁLISIS FUNDAMENTAL DEL
BANCO SANTANDER E IBERDROLA POR
LA METODOLOGÍA DEL VALOR
INTRÍNSECO**

**IBEX 35 AND FUNDAMENTAL ANALYSIS OF
SANTANDER BANK AND IBERDROLA BY
THE INTRINSIC VALUE METHODOLOGY**

EDUARDO TEJERO CARPINTERO

DANIEL MARTÍNEZ TOCA

25/09/2020

ÍNDICE DE CONTENIDO

1. RESUMEN.....	6
2. INTRODUCCIÓN: LA BOLSA DE VALORES	7
3. IBEX 35	8
3.1 EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN BURSÁTIL	8
3.2 COMPOSICIÓN DEL IBEX 35.....	9
3.3 PRINCIPIOS RECTORES	10
3.4 SUBÍNDICES	11
3.4.1 IBEX Medium Cap e IBEX Small Cap	11
3.4.2 IBEX MAB 15.....	11
4. ANÁLISIS FUNDAMENTAL DEL BANCO SANTANDER	13
4.1 CONCEPTO Y MODELO DE NEGOCIO	13
4.1.1 Segmento principal	13
4.1.2 Segmento secundario	15
4.2 EQUIPO GESTOR	15
4.3 VENTAJAS COMPETITIVAS	17
4.3.1 Activos intangibles	17
4.3.2 Costes de sustitución	19
4.3.3 La ventaja del tamaño.....	19
4.4 RIESGOS.....	21
4.4.1 Riesgo de crédito	21
4.4.2 Recesión económica.....	23
4.5 RETOS Y DESAFÍOS A FUTURO.....	24
4.5.1 Sostenibilidad	24
4.5.2 Nuevos competidores	24
4.5.3 Teletrabajo y Digitalización	25
4.6 VALORACIÓN.....	27
5. ANÁLISIS FUNDAMENTAL IBERDROLA	32
5.1 CONCEPTO Y MODELO DE NEGOCIO	32
5.2 EQUIPO GESTOR	34
5.3 VENTAJAS COMPETITIVAS	35
5.3.1 Activos intangibles	35
5.4 RIESGOS.....	36
5.4.1 Riesgo de tipo de interés	36
5.4.2 Precio de las materias primas	37
5.4.3 Riesgo asociado a la salida de Reino Unido de la Unión Europea	37
5.5 RETOS Y DESAFÍOS A FUTURO.....	38
5.5.1 Sostenibilidad	38
5.5.2 Digitalización.....	39

IBEX 35 Y ANÁLISIS FUNDAMENTAL DEL BANCO SANTANDER E IBERDROLA POR LA METODOLOGÍA DEL VALOR INTRÍNSECO

5.5.3 Reducción venidera en el consumo energético	39
5.5.4 Innovación	39
5.5.5 Entrada de nuevos competidores.....	39
5.6 VALORACIÓN.....	40
6 CONCLUSIÓN.....	47
7. BIBLIOGRAFÍA.....	48

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 3.2.1 <i>Composición IBEX 35 en Marzo 2020</i>	9
Tabla 3.2.2 <i>Distribución sectorial IBEX 35 en Marzo 2020</i>	9
Tabla 3.3.1 <i>Coeficientes en función del Capital Flotantes</i>	11
Tabla 3.4.1 <i>Distribución sectorial IBEX 35, IBEX Medium Cap e IBEX Small Cap en Marzo 2020</i>	12
Tabla 4.1.1 <i>Principales partidas de la cuenta de resultados ordinaria de 2019 en millones de euros</i>	15
Tabla 4.2.1 <i>Retribuciones salariales de abono inmediato y las diferidas no sujetas a objetivos a largo plazo 2018-2019 en miles de euros</i>	16
Tabla 4.2.2 <i>Retribuciones variables diferidas y sujetas a objetivos a largo plazo en miles de euros</i>	17
Tabla 4.4.1 <i>Ratio de morosidad por áreas geográficas de negocio</i>	22
Tabla 4.5.1 <i>Costes de explotación en tecnología y sistemas en millones de euros</i>	25
Tabla 4.6.1 <i>Cuenta Pérdidas y Ganancias</i>	27
Tabla 4.6.2 <i>Retornos sobre el Capital</i>	28
Tabla 4.6.3 <i>Valoración</i>	29
Tabla 5.2.1 <i>Remuneraciones de los directivos en 2019 en miles de euros</i>	34
Tabla 5.4.1 <i>Permutas de tipos de interés o “swap rates” del mercado europeo</i>	37
Tabla 5.6.1 <i>Cuenta Pérdidas y Ganancias</i>	40
Tabla 5.6.2 <i>Flujos de caja</i>	41
Tabla 5.6.3 <i>Retornos del Capital</i>	42
Tabla 5.6.4 <i>Valoración</i>	43

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 3.1.1 <i>Cotización IBEX 35 a 20/05/2020</i>	8
Figura 4.5.1 <i>Evolución del número de oficinas en España 1981-2018</i>	25

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 4.1.1 <i>Clientes por mercado a Marzo 2020</i>	13
Gráfico 4.1.2 <i>Aportación al beneficio ordinario atribuido en el primer trimestre de 2020</i>	14
Gráfico 4.1.3 <i>Aportación al beneficio ordinario atribuido en el primer trimestre de 2020</i>	14
Gráfico 4.3.1 <i>Comisiones anuales en euros entre cuentas corrientes de bancos españoles</i>	18
Gráfico 4.3.2 <i>Ingresos por comisiones bancarias en millones de euros en España 2018</i>	18
Gráfico 4.3.3 <i>Mayores bancos latinoamericanos en miles de millones de euros en Abril 2020</i>	19
Gráfico 4.3.4 <i>Escalafón mayores bancos en España por número de activos en millones de euros a Junio de 2019</i>	20
Gráfico 4.3.5 <i>Gastos a nivel consolidado de los principales bancos en España en Febrero de 2020</i>	20
Gráfico 4.3.6 <i>Tasa de eficiencia a nivel de grupo en Febrero de 2020</i>	21
Gráfico 4.4.2 <i>Ratio de morosidad del mercado en 2018</i>	22
Gráfico 4.4.3 <i>Estimaciones FMI del crecimiento del PIB en 2020</i>	23
Gráfico 4.4.4 <i>Tasa de desempleo 30 de Junio de 2020</i>	23
Gráfico 4.6.1 <i>Histórico del PER del Banco Santander</i>	30
Gráfico 4.6.2 <i>Valor Intrínseco según Precio/Valor en Libros del Banco Santander</i>	31
Gráfico 5.1.1 <i>Ventas de las principales áreas de negocio en millones de euros</i>	32
Gráfico 5.1.2 <i>Ventas de las principales áreas de negocio por regiones geográficas en millones de euros</i>	33
Gráfico 5.3.1 <i>Factura anual de la luz en euros de 2018 para el mismo tipo de consumidores según la mejor oferta de cada compañía en España</i>	35
Gráfico 5.3.2 <i>Número de clientes en miles de 2018</i>	35
Gráfico 5.3.3 <i>Escafón de empresas energéticas por facturación en millones de euros año 2018</i>	36
Gráfico 5.5.1 <i>Combinación de combustibles en el consumo interior bruto</i>	38
Gráfico 5.6.1 <i>Histórico del PER de Iberdrola</i>	44
Gráfico 5.6.2 <i>Histórico del múltiplo EV/EBITDA de Iberdrola</i>	45
Gráfico 5.6.3 <i>Valor intrínseco según EV/EBITDA de Iberdrola</i>	46

1. RESUMEN

El presente trabajo pone en práctica el método de análisis del valor intrínseco de un título cotizado en bolsa. Antes de entrar en materia se ha hecho una descripción de conceptos esenciales como el origen de las bolsas de valores y la idiosincrasia del IBEX 35, el españolísimo de entre los índices de todo el mundo.

Los títulos escogidos pertenecen al Banco Santander y a la compañía energética Iberdrola en virtud de su gran peso dentro del IBEX 35. Se han tenido en cuenta factores clave como el modelo de negocio, los equipos gestores, las ventajas competitivas, riesgos, retos y desafíos a futuro. La puntilla final corresponde al apartado de valoración, donde se dilucida el rendimiento a tres y cinco años de cada acción y si realmente merece la pena invertir en cualquiera de ellas. Los múltiplos empleados corresponden al PER, Precio/Valor en Libros, Precio/Flujo de Caja Libre y el EV/EBITDA, no aplicándose todos de forma idéntica para ambas empresas.

ABSTRACT

The present study puts into practice the intrinsic value method of a security quoted on the stock market. Before moving onto the topic, a description of basic concepts, such as the origin of stock markets and the idiosyncrasy of the IBEX 35, has been made.

Chosen securities belong to Banco Santander and the energy company Iberdrola given their huge influence within the IBEX 35. Key factors such as the business model, management teams, competitive advantages, risks and challenges ahead have been taken into account. Lastly, there is an assessment in which the three-year and five-year performance of each share is interpreted as well as whether it is worth it to invest in either of them. The multiples used are the PER, Price/Book Value, Price/Free Cash Flow and EV/EBITDA, not being all of them equally applied to both companies.

2. INTRODUCCIÓN: LA BOLSA DE VALORES

Primeramente, es menester conocer a qué nos referimos con el nombre “Bolsa de Valores”. Es la casilla de salida antes de entrar en materia con índices como el IBEX 35 o tratar de valorar cualquier empresa:

Lugar físico o virtual donde distintos oferentes y demandantes se juntan para comercial con sus bienes, ya sean de renta fija o variable, a través de intermediarios autorizados (corredores o agentes de bolsa). Todos ellos conformarían un mercado secundario, es decir, se intercambiarían bienes ya emitidos con anterioridad en el mercado primario. Remontándonos a 1460 en Amberes, Bélgica, vemos nacer la considerada primera bolsa de valores, donde la familia banquera Van der Bursen reunía distintas personalidades en su palacio para la transacción de activos entre ellos. El término “bolsa” surge porque el escudo de la mencionada familia estaba compuesto por tres bolsas de piel.

Pero, ¿qué ventajas supone la bolsa para una economía? La esencial es el aumento de liquidez, sumado a la canalización de los ahorros en dirección a inversiones productivas (o no) y aventajar los intercambios a través de un medio seguro (jurídicamente hablando), con respaldo de grandes organizaciones.

Los principales intervinientes son:

- Empresas privadas o públicas que emiten activos financieros de renta fija o variable con el objetivo de recabar nueva financiación, un incentivo al aumento del valor de la empresa por parte de los directivos, puesto que tienen muchos observadores a su alrededor siguiendo y estudiando sus pasos y, por último, incrementar la liquidez de sus accionistas dándoles un medio útil para vender sus acciones.
- Inversores: Empresas o particulares que buscan comprar activos de renta fija o variable en búsqueda de rentabilidades.
- Intermediarios financieros:
 - ❖ Sociedades de Valores de Bolsa (SVB): Son socios accionistas de la Sociedad Rectora de la Bolsa. Están autorizados tanto para recibir y transmitir órdenes de clientes, como para sí mismas, lucrándose no solo de las comisiones a terceros, sino por las rentabilidades obtenidas en el mercado.
 - ❖ Agencias de Valores en Bolsa: Están por debajo de las SVB. Reciben y canalizan las órdenes de sus clientes pero no tiene permitido operar en la Bolsa para sus propios fines.
- Regulador: La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) se encarga de supervisar e inspeccionar tanto las operaciones realizadas en el mercado español como a sus intervinientes, velando por los inversores y por la transparencia de la información ofrecida dentro del mercado.

3. IBEX 35

Índice de precios propiedad de Sociedad de Bolsas S.A. (Grupo Bolsas y Mercados Españoles), quién lo estructura, gestiona, gobierna, calcula y difunde. Su nombre deriva de “Índice Bursátil Español” y conjunta a las treinta y cinco empresas más líquidas de las cuatro bolsas españolas, reunidas en el Sistema de Interconexión Bursátil. Aun siendo ponderado por la capitalización de cada empresa, no debemos caer en el error de que las pertenecientes a él son, necesariamente, las empresas de mayor dimensión del mercado. Es ajustado por el capital flotante, que no es más que el número de acciones de cada sociedad negociables en el mercado de manera libre, asidua, estable y sin control por parte de ningún grupo accionista.

3.1 EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN BURSÁTIL

Comenzó el 14 de enero de 1992 a 2.676,12 puntos, llegando a estar a 15.945 puntos el 8 de noviembre de 2007. La máxima caída diaria registrada ocurrió el 12 de marzo de 2020 a causa de la pandemia del coronavirus, registrando una pérdida del 14,06%. La mayor subida diaria acaecida tuvo lugar el 10 de mayo de 2010, incrementándose un 14,43% a raíz de la aprobación de un plan de rescate proveniente de Europa tras la segunda peor semana del índice en su historia. La Figura 3.1.1 muestra su evolución al completo.

Figura 3.1.1

Cotización IBEX 35 a 20/05/2020



Fuente: Tradingview

3.2 COMPOSICIÓN DEL IBEX 35

Tabla 3.2.1

Composición IBEX 35 en Marzo 2020

Nombre valor	Ponderación %	Nombre valor	Ponderación %	Nombre valor	Ponderación %
IBERDROLA	16,85	REDELE.CORP	2,41	VISCOFAN	0,66
INDITEX	12,05	ENDESA	2,16	INM.COLONIA	0,66
SANTANDER	10,47	NATURGY ENER	2,02	BANKIA	0,55
TELEFONICA	6,81	SIEMENS GAM.	1,59	MASMOVIL	0,48
BBVA	5,75	ENAGAS	1,44	ACERINOX	0,48
AMADEUS	5,25	INT.AIRL.GRP	1,4	ARCEL.MITTAL	0,46
CELLNEX	4,32	ACS CONST.	1,26	INDRA	0,4
FERROVIAL	4,16	MERLIN PROP.	1,04	CIE AUTOMOT.	0,35
GRIFOLS	3,65	ACCIONA	1,03	MEDIASET ESP	0,22
AENA	3,39	BANKINTER	0,96	ENCE	0,18
CAIXABANK	3,01	MAPFRE	0,79	MELIA HOTELS	0,17
REPSOL	2,88	B.SABADELL	0,7		

Fuente: IBEX 35 (bolsamadrid.es)

Tabla 3.2.2

Distribución sectorial IBEX 35 en Marzo 2020

Distribución Sectorial	IBEX 35
Petróleo y energía	27,76%
Materiales básicos, industria y construcción	9,32%
Bienes de consumo	16,54%
Servicios de consumo	5,18%
Servicios financieros	22,23%
Tecnología y telecomunicaciones	17,26%
Servicios inmobiliarios	1,70%

Fuente: IBEX 35 (bolsamadrid.es)

La composición y la distribución sectorial se desgranar en Tabla 3.2.1 y 3.2.2. El sector petrolero y energético el más cuantioso (27,76%), con empresas como Iberdrola (16,85%) o Repsol (2,88%). La medalla de plata correspondería al sector financiero (22,23%), teniendo como máximo exponente al Banco Santander (10,47%). El sector de la tecnología y las comunicaciones entraría en el podio ocupando el tercer lugar (17,26%), con Telefónica (6,81) como referente actual. Los cuatro sectores restantes tendrían menor peso dentro del IBEX 35, no siendo indicativo de peor calidad (Inditex copa el 12,05% y queda rezagada de los ya mencionados).

3.3 PRINCIPIOS RECTORES

- No se tiene en cuenta el sector económico al que pertenezca el valor para estar dentro del índice. El IBEX 35 no debe seguir diversificaciones de ninguna clase. El comportamiento del valor tampoco será criterio de descarte ni acogida en el índice por parte del Comité Asesor Técnico.
- La liquidez, siendo el factor clave de los títulos, es medida según las *Normas Técnicas para la Comisión y Cálculo de los Índices de Sociedad de Bolsa, S.A.* por el Comité Asesor Técnico. Este vigilará que los niveles de volumen cumplan ciertas directrices de calidad, pudiendo desestimar aquellos que padezcan las siguientes situaciones:
 - ❖ Volúmenes acaecidos por modificaciones en el accionariado estable de la entidad.
 - ❖ Volúmenes derivados de un número reducido de grandes operaciones o bajo períodos poco representativos para el Gestor.
 - ❖ El título se convierte en ilíquido como para permanecer en el índice a ojos del Gestor.
 - ❖ Operaciones excepcionales que ocasionen grandes canjes en el mercado por su propia naturaleza. Por ejemplo, la venta de grandes paquetes de acciones en Bolsa.

En caso de que varios valores resulten en niveles líquidos análogos, el Comité deberá guiarse por lo siguiente:

- ❖ Las condiciones estadísticas del volumen y las características de la propia liquidez (beta, proporción de efectivo en el libro de órdenes en función de la capitalización y su profundidad, media, media ponderada...).
- ❖ En caso de tomar el índice como subyacente en productos derivados, se estudiaría su estabilidad.
- Conocer el período de control, consistente en un intervalo de seis meses completos previos a la reunión del Comité Asesor Técnico. Evalúa si una acción cumple los requisitos mínimos para su inclusión en el IBEX 35. Los filtros por los que debe pasar, por orden, son:
 - ❖ Capitalización media de la acción superior al 0,30% de la capitalización media del índice durante el período de control.
 - ❖ El título debe haber sido contratado, al menos, un tercio de las sesiones totales del período de control.
 - ❖ Si no se cumplen los apartados 1. y 2. y el valor se enmarque entre los veinte primeros valores del mercado por capitalización, aún tendrá posibilidades de poder ser elegido.
- La información barajada por el Comité Asesor Técnico será pública, fiable y relevante a la hora de tomar cualquier decisión recogida en las *Normas Técnicas para la Composición y Cálculo de los Índices de Sociedades y Bolsas*. En concreto, los documentos publicados por Sociedad de Bolsas S.A. y estudios internos constituyen la base para potenciales modificaciones sobre el índice.
- Volviendo al capital flotante mencionado al principio del apartado, dijimos que era una forma de ajuste de los valores del índice. Para ello, el Comité Asesor Técnico primero debe definir el capital cautivo:
 - ❖ Todas aquellas participaciones directas del grupo accionista que sea del 3% o superiores sobre el capital
 - ❖ Las participaciones directas de los conformantes del Consejo de Administración, sin importancia de cuál sea la cuantía.

El próximo paso será averiguar el número de acciones por las que computará el valor en el índice. Para ello, y dependiendo del tramo de capital flotante, se aplicará un coeficiente u otro sobre el total de acciones del título. La Tabla 3.3.1 indica dichos tramos y porcentajes:

Tabla 3.3.1*Tabla de Coeficientes en función del Capital Flotantes*

Tramo de Capital Flotante	Coeficiente Aplicable
$X \leq 10\%$	10%
$10\% < X \leq 20\%$	20%
$20\% < X \leq 30\%$	40%
$30\% < X \leq 40\%$	60%
$40\% < X \leq 50\%$	80%
$X > 50\%$	100%

Fuente: 10 preguntas clave sobre el IBEX 35 (bolsamadrid.es)

- No es necesario que se produzcan cambios en la composición del índice obligatoriamente, lo mismo que no hay número mínimo ni máximo en el caso en el que se origine alguno. Verbigracia, en el año 2008 salieron del IBEX 35 tres empresas: Aguas de Barcelona, la tabacalera Altadis y la empresa de telecomunicaciones Amper. En contraposición, el año 2016 no registró ninguna modificación. Por último, es posible manipular el cálculo del índice en respuesta a hechos puntuales derivados de la actividad empresarial como ampliaciones de capital fusiones, segregaciones patrimoniales, dividendos de carácter extraordinario, etc.
- La exclusión de un valor del índice se debe a que no ha superado los requisitos mínimos antes expuestos durante el período de control (Capitalización media de la acción superior al 0,30% de la capitalización media del índice durante el período de control y tener una contratación de, al menos, un tercio de las sesiones totales del período de control. Si no se cumplen los apartados 1. y 2. y el valor se enmarque entre los veinte primeros valores del mercado por capitalización, aún tendrá posibilidades de permanecer en el IBEX 35).

3.4 SUBÍNDICES

3.4.1 IBEX Medium Cap e IBEX Small Cap

Fueron creados el 1 de julio de 2005 y con base desde el 29 de diciembre de 1989. El Medium Cap está formado por veinte empresas de capitalización media (son las que siguen a las treinta y cinco que van en cabeza), mientras que el Small Cap aglutina los treinta valores siguientes. Evitando bagatelas, existen ciertos requisitos primordiales:

- No ser parte del IBEX 35
- Capital flotante >15%
- La rotación anualizada del capital flotante real debe ser >15%

La inclusión o exclusión será decisión del Comité Asesor Técnico semestralmente, en los meses de junio y diciembre o de manera extraordinaria en una reunión de dicha naturaleza.

3.4.2 IBEX MAB 15

Presentado al público el 1 de junio de 2017, se basa datos a partir del 31 de diciembre de 2015. Está ponderado por capitalización bursátil ajustada por el capital flotante y se revisa semestralmente, en los meses de marzo y septiembre. Reúne las quince empresas pertenecientes al Mercado Alternativo Bursátil (MAB) que posean mayores cotas de contrataciones. Se debe tener en cuenta que las entidades cotizadas en este segmento del mercado son de escasa capitalización que se encuentren en procesos expansivos y buscan financiación, visibilidad, liquidez y una valoración bursátil (PYMES).

IBEX 35 Y ANÁLISIS FUNDAMENTAL DEL BANCO SANTANDER E IBERDROLA POR LA METODOLOGÍA DEL VALOR INTRÍNSECO

Tabla 3.4.1

Distribución sectorial IBEX 35, IBEX Medium Cap e IBEX Small Cap en Marzo 2020

Distribución Sectorial	IBEX 35	Medium Cap	Small Cap	MAB 15
Petróleo y energía	27,76%	0,00%	14,42%	6,70%
Materiales básicos, industria y construcción	9,32%	35,02%	12,41%	14,19%
Bienes de consumo	16,54%	21,55%	27,45%	21,56%
Servicios de consumo	5,18%	13,07%	15,31%	13,87%
Servicios financieros	22,23%	25,31%	0,00%	0,00%
Tecnología y telecomunicaciones	17,26%	2,57%	9,40%	25,99%
Servicios inmobiliarios	1,70%	2,47%	21,00%	0,00%

Fuente: IBEX 35, IBEX Medium Cap e IBEX MAB 15 (bolsamadrid.es)

La Tabla 3.4.1 deja en evidencia las claras diferencias entre las distribuciones sectoriales de los distintos índices IBEX. Los primeros puestos del IBEX 35, Medium Cap, Small Cap y MAB 15 corresponderían al Petróleo y Energía (27,76%), Materiales básicos, industria y construcción (35,02%), Bienes de consumo (27,45%) y Tecnología y comunicaciones (25,99%) respectivamente.

4. ANÁLISIS FUNDAMENTAL DEL BANCO SANTANDER

4.1 CONCEPTO Y MODELO DE NEGOCIO

Fundado el 15 de mayo de 1857, en la ciudad de Santander. En 2019 estaba considerado como el banco más grande de España, el tercero de Europa (excluyendo el HSBC Holdings de Reino Unido) y el decimosexto de todo el mundo por número de activos totales. Pertenece no solo al IBEX 35, sino también al Eurostoxx 50, índice que aglutina las cincuenta mayores empresas de Europa. Poseía 11.902 oficinas repartidas entre Europa y América, con 194.948 empleados en el primer trimestre de 2020, siendo el mayor banco internacional en cuanto a red comercial se refiere y una capitalización de mercado de 37 mil millones de euros. Acapara el 10,47% del peso sobre el total en el IBEX 35.

El Grupo lleva a cabo todo tipo de actividades, servicios y operaciones bancarias, trabajando bajo un modelo de filiales independientes nacientes de la empresa matriz Banco Santander S.A. Cada filial es gestionada por un equipo local bajo los requisitos del lugar en el que se encuentre. Es regulada por las autoridades locales correspondientes, así como por el Banco Central Europeo. Se ha diseñado una estructura enfocada a la autonomía de cada filial, evitando un efecto dominó (si cae una, caen todas). No olvidar que aun siendo la filial autónoma, es la comisión ejecutiva del Grupo la decisoria primera, la que toma las medidas operativas.

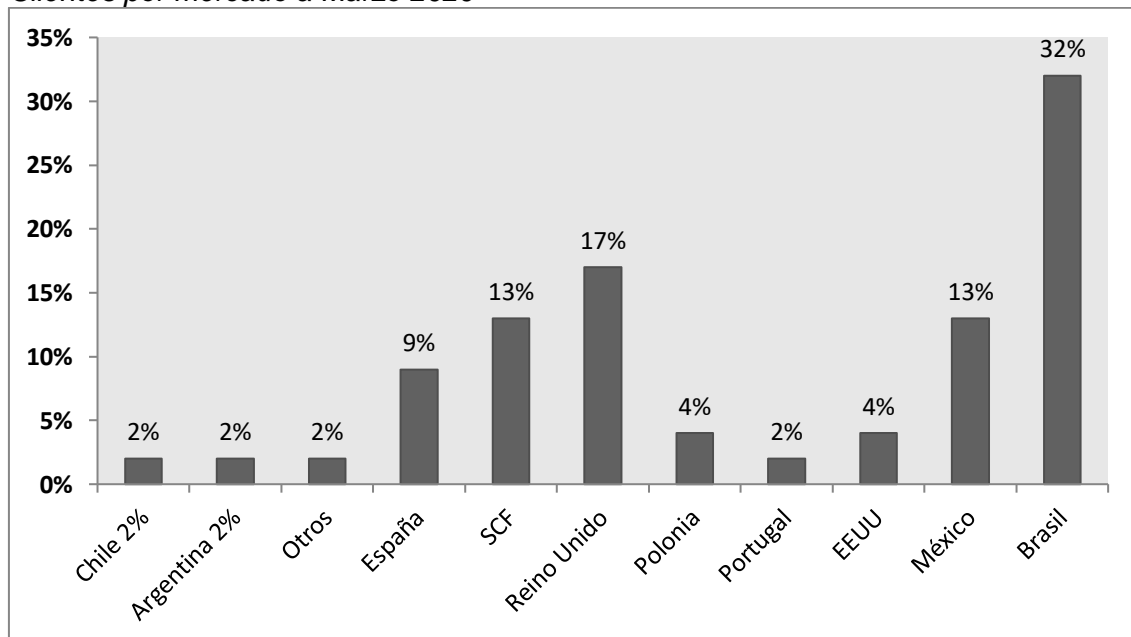
Se divide en los siguientes segmentos:

4.1.1 Segmento principal

- Europa: España, Portugal, Polonia, Reino Unido y Santander Consumer Finance (SCF).
- Norteamérica: México y Estados Unidos.
- Sudamérica: Brasil, Chile, Argentina, Uruguay, Perú y Colombia
- Santander Global Platform

Gráfico 4.1.1

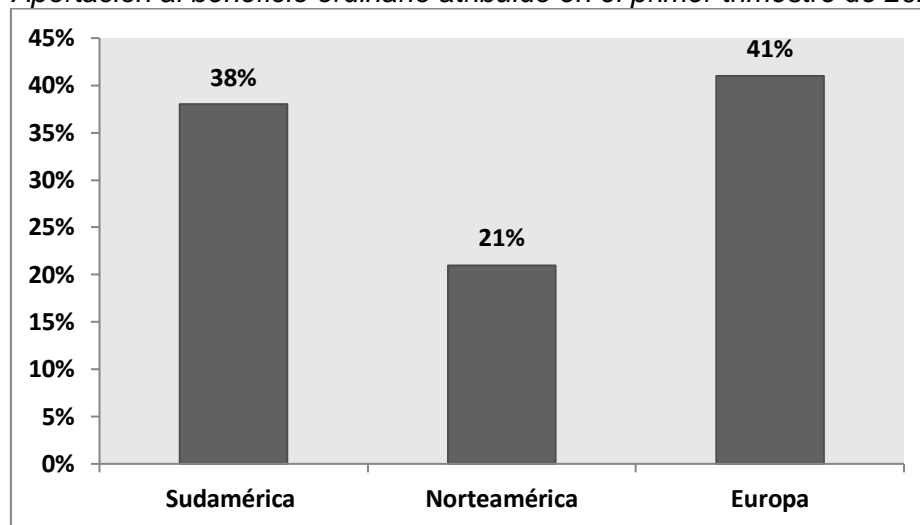
Clientes por mercado a Marzo 2020



Fuente: Presentación institucional 1T2020 (santander.com)

Gráfico 4.1.2

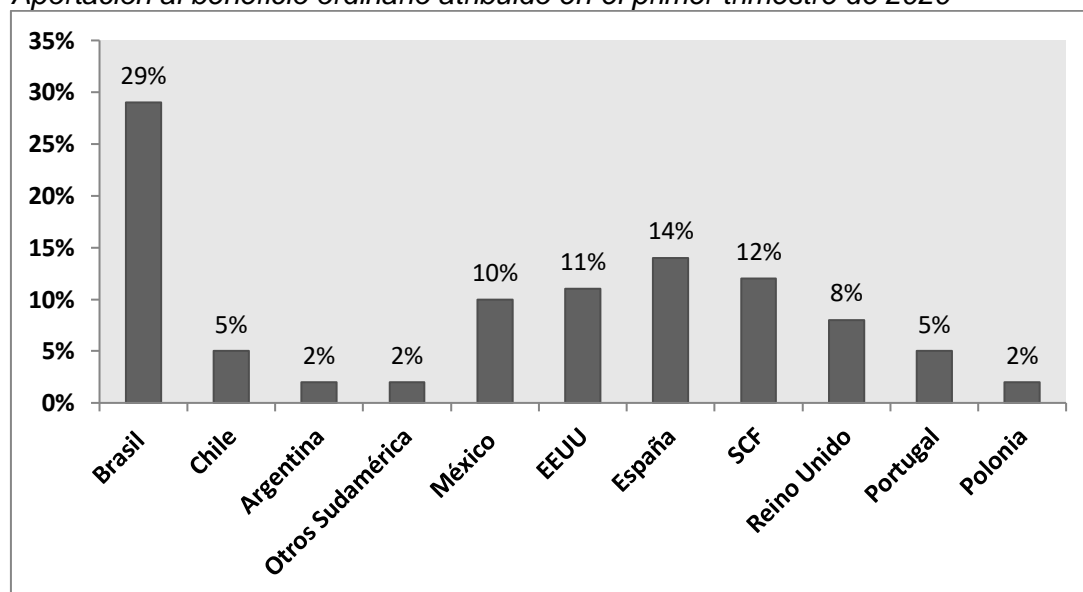
Aportación al beneficio ordinario atribuido en el primer trimestre de 2020



Fuente: Presentación institucional 1T2020 (santander.com)

Gráfico 4.1.3

Aportación al beneficio ordinario atribuido en el primer trimestre de 2020



Fuente: Presentación institucional 1T2020 (santander.com)

Gráficos 4.1.1, 4.1.2 y 4.1.3: Europa se posiciona como la zona geográfica de mayor relevancia para el Grupo por los beneficios extraídos (41%), con España a la cabeza (14%) y Reino Unido liderando el escalafón europeo de número de clientes (17%). Sudamérica sería la segunda zona (38%), monopolizada por Brasil (29%), siendo este país el más fructífero entre todos se mida con la métrica que se quiera (32% de los clientes del Grupo). Norteamérica se llevaría el bronce (21%), siendo EEUU la que mayores rendimientos aporta (11%), aun siendo en México donde más clientes habría (13%).

4.1.2 Segmento secundario

Tabla 4.1.1

Principales partidas de la cuenta de resultados ordinaria de 2019 en millones de euros

Segmentos secundarios	Margen de intereses	Comisiones netas	Margen bruto	Margen neto	Resultado antes de impuestos	Beneficio ordinario atribuido a la dominante
BANCA COMERCIAL	33.157	9.094	43.523	24.042	13.265	7.748
CORPORATE & INVESTMENT BANKING	2.721	1.528	5.284	3.008	2.767	1.761
WEALTH MANAGEMENT & INSURANCE	565	1.201	2.223	1.312	1.325	960
SANTANDER GLOBAL PLATFORM	92	6	81	-159	-166	-120
CENTRO CORPORATIVO	-1.252	-50	-1.617	-1.990	-2.262	-2.096
TOTAL GRUPO	35.283	11.779	49.494	26.214	14.929	8.252

Fuente: Informe anual 2019 Santander

La Tabla 4.1.1 muestra las divisiones del segmento secundario del banco. La banca comercial es la más fructífera, alcanzando los 7.748 millones de euros de beneficio para la matriz, seguida del Corporate and Investing Banking Wealth, con 1.761 millones de euros. El Centro Corporativo arroja unas pérdidas de 2.096 millones debido a papel de gestión, control y transformación del Grupo.

4.2 EQUIPO GESTOR

La presidenta es Doña Ana Botín-Sanz de Sautuola y O'Shea, hija y nieta de los antecesores en el cargo. La intención de este apartado es constatar si el equipo gestor está alineado con los deseos del accionista de ver revalorizado el título al alza. Para ello deberemos fijarnos en el tipo y cantidad remuneratoria percibida por los directivos:

IBEX 35 Y ANÁLISIS FUNDAMENTAL DEL BANCO SANTANDER E IBERDROLA POR LA METODOLOGÍA DEL VALOR INTRÍNSECO

Tabla 4.2.1

Retribuciones salariales de abono inmediato y las diferidas no sujetas a objetivos a largo plazo 2018-2019 en miles de euros

	2019														2018			
	Atenciones estatutarias								Retribuciones salariales a corto plazo y diferida (sin objetivos a largo plazo) de los consejeros ejecutivos								Total	
	Asignación anual																	
	Consejo ^H	Comisión ejecutiva	Comisión de auditoría	Comisión de nombramientos	Comisión de retribuciones	Comisión de supervisión de riesgos, regulación y cumplimiento	Comisión de Banca responsable, sostenibilidad y cultura	Dietas del consejo y comisiones										Fijas
D.ª Ana Botin-Sanz de Sautuola y O'Shea	90	170	—	—	—	—	15	59	3.176	1.302	1.302	781	781	7.342	1.145	1.132	9.953	10.483
D. José Antonio Álvarez Álvarez	90	170	—	—	—	—	—	53	2.541	870	870	522	522	5.325	858	1.774	8.270	8.645
Mr Bruce Carnegie-Brown	393	170	—	25	25	—	—	87	-	—	—	—	—	—	—	—	700	732
D. Rodrigo Echenique Gordillo ^K	90	57	—	17	—	—	—	56	600	400	400	240	240	1.880	—	2.775	4.875	4.830
D. Guillermo de la Dehesa Romero	90	170	—	25	25	—	—	89	-	—	—	—	—	—	—	—	399	441
Ms Homaira Akbari	90	—	40	—	—	—	15	81	-	—	—	—	—	—	—	—	226	199
D. Ignacio Benjumea Cabeza de Vaca	90	170	—	—	25	40	15	93	-	—	—	—	—	—	—	91	524	513
D. Francisco Javier Botin-Sanz de Sautuola y O'Shea ^B	90	—	—	—	—	—	—	47	-	—	—	—	—	—	—	—	137	121
D.ª Sol Daurella Comadrán	90	—	—	25	25	—	15	85	-	—	—	—	—	—	—	—	240	215
D.ª Esther Giménez-Salinas i Colomer	90	—	—	4	—	40	15	79	-	—	—	—	—	—	—	—	228	196
D.ª Belén Romana García	160	170	40	—	—	40	15	100	-	—	—	—	—	—	—	—	525	414
D. Ramiro Mato García-Ansorena	140	170	40	—	—	40	15	95	-	—	—	—	—	—	—	—	500	450
D. Álvaro Cardoso de Souza ^C	160	—	—	—	—	40	15	61	-	—	—	—	—	—	—	—	276	148
D. Henrique Manuel Drummond Borges Cime de Castro ^P	41	—	8	—	4	—	—	33	-	—	—	—	—	—	—	—	86	—
Ms Pamela Ann Walkden ^L	16	—	7	—	—	—	—	11	-	—	—	—	—	—	—	—	34	—
D. Carlos Fernández González ^F	74	—	33	21	21	—	—	65	-	—	—	—	—	—	—	—	214	266
D. Juan Miguel Villar Mir ^G	—	—	—	—	—	—	—	—	-	—	—	—	—	—	—	—	—	108
Total 2019	1.794	1.247	168	117	125	200	120	1.094	6.317	2.572	2.572	1.543	1.543	14.547	2.003	5.772	27.187	

Fuente: Informe anual 2019 Santander

Fijándonos en la Tabla 4.2.1, en el primero, segundo y cuarto directivo (los de mayor retribución) perciben la mayor parte de sus ingresos en efectivo, y su salario en especie en forma de acciones corresponde al 50% de la parte variable correspondiente (variable inmediata o variable diferida). Ana Botín (la remuneración más alta) es apenas el 20% en acciones sobre el total. El resto de directivos no reciben salario en acciones.

Tabla 4.2.2*Retribuciones variables diferidas y sujetas a objetivos a largo plazo en miles de euros*

	2019			2018		
	En metálico	En acciones	Total	En metálico	En acciones	Total
D. ^a Ana Botín-Sanz de Sautuola y O'Shea	821	821	1642	932	932	1864
D. José Antonio Álvarez Álvarez	548	548	1096	623	623	1246
D. Rodrigo Echenique Gordillo	252	252	504	495	495	990
Total	1621	1621	3242	2050	2050	4100

Fuente: Informe anual 2019

La Figura 4.2.2 refleja los incentivos a largo plazo recibidos en 2023, 2024 y 2025 solo si se cumplen los objetivos plurianuales. Solo tres directivos lo percibirían y la mitad sería en acciones.

El porcentaje de capital social controlado por la familia fundadora (Informe 2019 Gobierno Corporativo extraído de la CNMV) a fecha de 31 de Diciembre de 2019 ascendía a un 0,56% sobre el total, 93.453.560 acciones concretamente. Algo nimio en comparación con los accionistas más significativos: State Street Bank and Trust Company (14,06%), The Bank of New York Mellon Corporation (8,12%) y Chase Nominees Limited (6,38%).

Sabiendo todo esto, podríamos afirmar que no hay un incentivo real entre los directivos por incrementar el valor de las acciones para el accionista. Tener planes a largo plazo no basta para considerar una alineación clara entre accionista y directivo. Para ello se necesita que el segundo obtenga la mayoría de sus ingresos a través de las acciones, o que gran parte de su patrimonio se componga de títulos de la empresa. De este modo, el directivo tendría claras intenciones de hacer aumentar la cotización en bolsa sosteniblemente en el tiempo por su propio. ¿No lógico pensar que el directivo será más propenso a cumplir con los planes a largo plazo de los que se hablaba al principio del párrafo si ulteriormente saca beneficio de ellos?

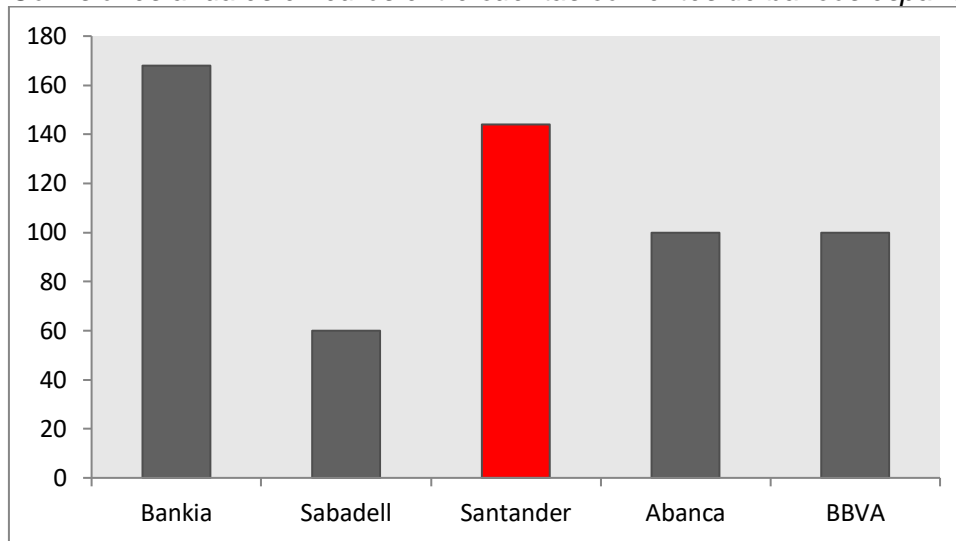
4.3 VENTAJAS COMPETITIVAS

4.3.1 Activos intangibles

La imagen de marca del Banco Santander hoy en día tiene más valor que nunca. Pertenecer al escalafón de las 100 marcas más valiosas del mundo, siendo la primera en marca financiera a nivel europeo en 2019 según Interbrands. Ostenta el quinto puesto en cuanto a mejor marca bancaria a nivel mundial según Interbrands y Brandz en 2019. Pat Dorsey, en su libro "El pequeño libro que genera riqueza", afirma que "no siempre las marcas más conocidas son marcas rentables. Si una marca no logra que los clientes paguen más, puede que no cree una ventaja competitiva" (2008, p.61). Es menester averiguar si el Santander es capaz de cobrar una mayor comisión por el mismo servicio ofrecido por sus competidores:

Gráfico 4.3.1

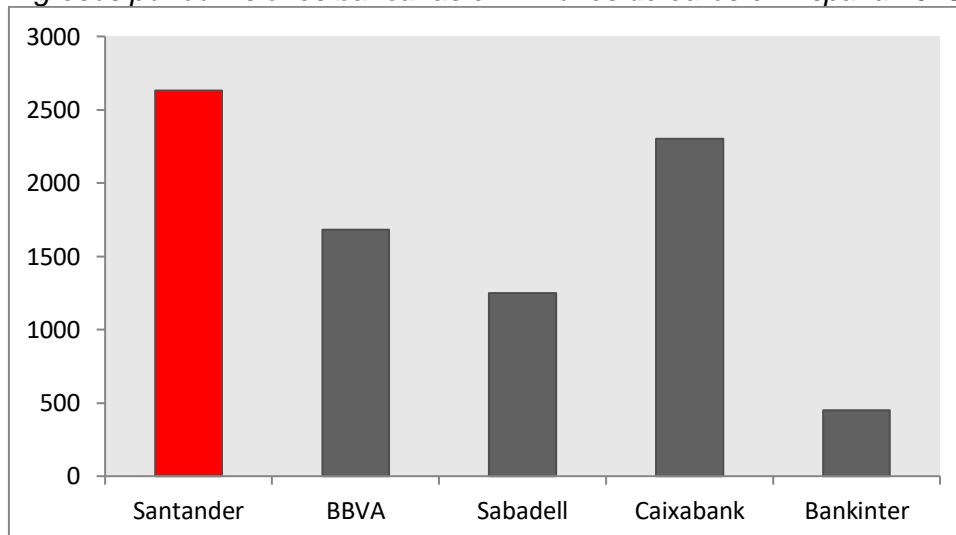
Comisiones anuales en euros entre cuentas corrientes de bancos españoles



Fuente: sincomisiones.org

Gráfico 4.3.2

Ingresos por comisiones bancarias en millones de euros en España 2018



Fuente: ElMundo

Se cobran 140€ al año en forma de comisiones (Gráfico 4.3.1) y es la entidad que más ingresa por ellas en España (Gráfico 4.3.2). Se concluye así que la marca Santander permite obtener una prima extra al consumidor.

Las barreras de entrada radicadas en imposiciones regulatorias son otra fuente de ventaja competitiva. Permiten mitigar la puesta en juego de nuevos competidores. Crear un banco en España no es tarea sencilla. Se necesita una licencia expedida por el Banco de España, con un capital mínimo de 18 millones de euros (en boca de Antonio Cano, del Banco de España: “sirve para empezar como un banco muy pequeñito”), los accionistas principales que lo creen deben ser catalogados como electos, con una experiencia mínima de cinco años en puestos de dirección en entidades financieras, crear órganos de control interno para asegurarse de que no se producen irregularidades, etc. Como redactó Pat Dorsey: “Las regulaciones pueden limitar la competencia. ¿No es agradable cuando el Estado hace algo bueno por ti?” (2008, pg.61).

4.3.2 Costes de sustitución

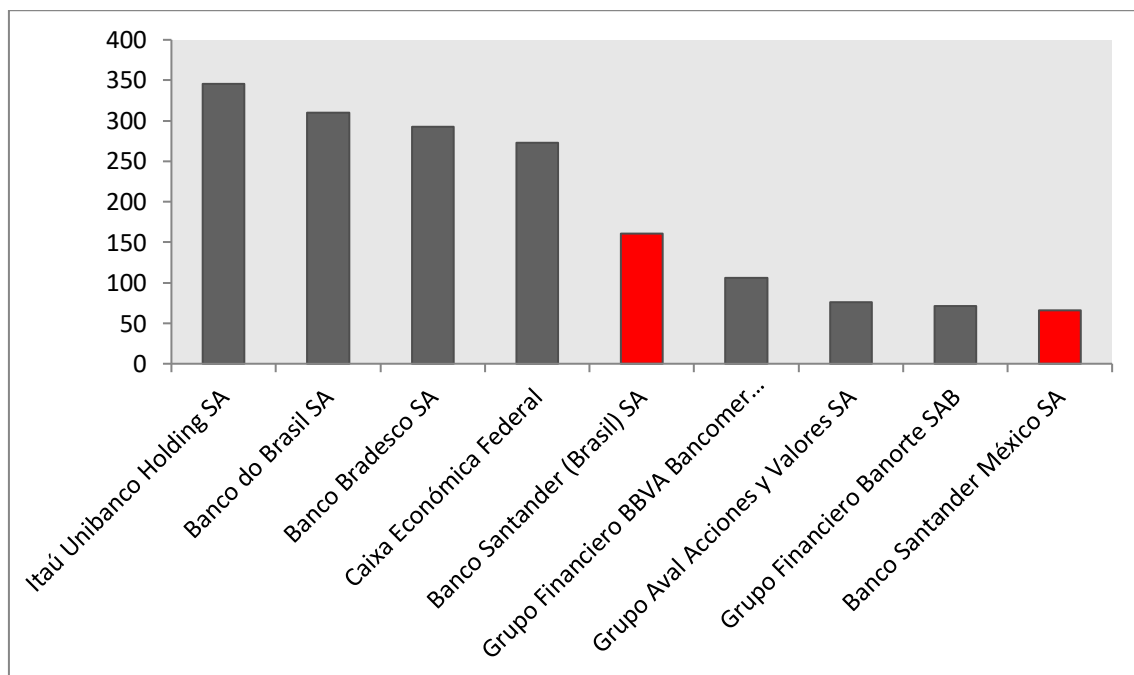
Pat Dorsey (2008): “Los bancos saben esto, así que toman ventaja de los consumidores a irse, y les dan un poco menos de intereses y les cobran mayores comisiones de las que tendrían si cambiar de cuenta bancaria fuese tan sencillo como ir de una gasolinera a otra” (pg. 65). Se refiere a lo engorroso que le resulta al cliente cambiarse de un banco a otro. Traspasar todas sus nóminas, fondos y obligaciones de una entidad a otra puede demorarse largo y tendido, además de poder sufrir retrasos y tener problemas a la hora de pagar la luz, gas... Es por ello que los bancos le sacan partido y consiguen mejores rendimientos sobre sus clientes. Cabe destacar que esta ventaja competitiva también puede tener influencia sobre los resultados arrojados en los gráficos 5.4 y 5.5.

4.3.3 La ventaja del tamaño

Dejaba escrito Pat Dorsey: “Más grande es sólo relativamente mejor. Cuando estés pensando en las ventajas de costes que provienen de la escala, recuerda esto: el tamaño absoluto de una empresa importa mucho menos que su tamaño con relación a sus rivales” (2008, pg.115). Para comprobar si el tamaño del Banco Santander repercute positivamente en sus cuentas, lo primero sería conocer su tamaño en comparación con sus competidores. Recordar que ocupa el decimosexto puesto en el escalafón de mayores bancos a talla mundial por número de activos. Entenderíamos así que estamos hablando de uno de los colosos del sector financiero de talla mundial.

Gráfico 4.3.3

Mayores bancos latinoamericanos en miles de millones de euros en Abril 2020

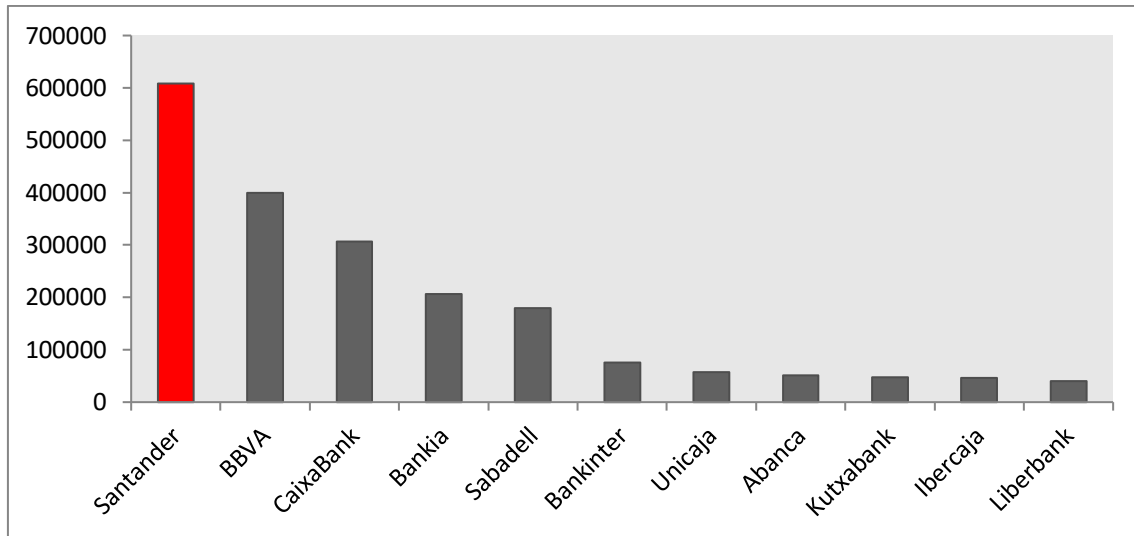


Fuente: S&P Global Market Intelligent

Si se aumenta con lupa y se pone atención en Latinoamérica por tener gran parte del negocio en aquella zona (Gráfico 4.3.3), con Brasil como punta de lanza, es fácil darse cuenta que dos de las filiales del Santander figuran en la lista. La primera es la de Brasil, enorgullecida por el quinto puesto y un volumen de 160 mil millones de euros en activos y la segunda es la de México en noveno lugar, con 65,95 mil millones de euros. De este modo, es posible afirmar que a pesar de no estar ante el mayor de los bancos a nivel mundial ni a nivel latinoamericano, sí que tienen un peso considerable relativamente hablando en ambas escalas.

Gráfico 4.3.4

Escalafón mayores bancos en España por número de activos en millones de euros a Junio de 2019



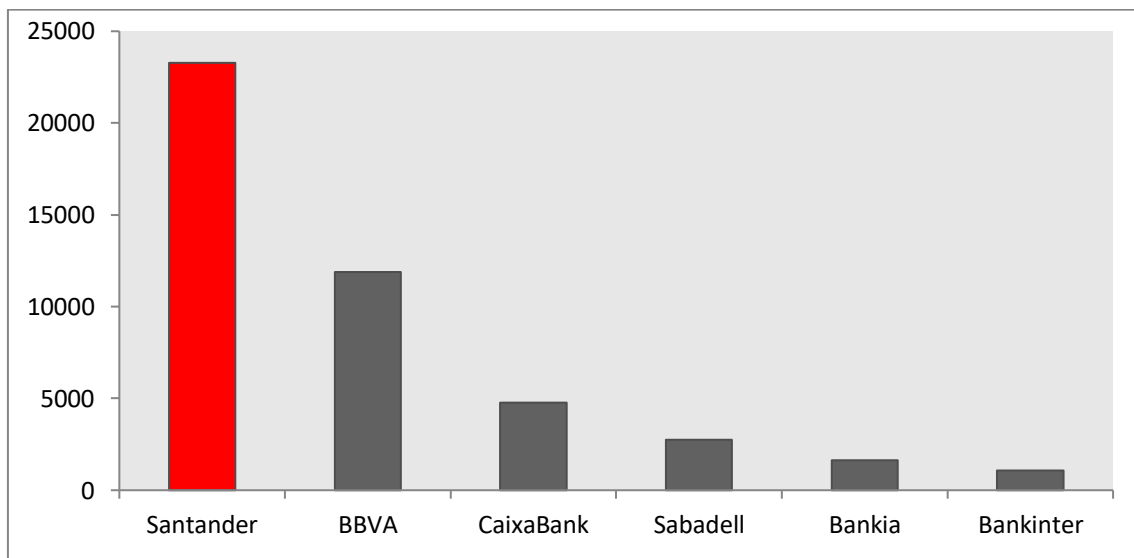
Fuente: Expansión

Si uno se desplaza a Europa (Gráfico 4.3.4), la cosa cambia, y es que es el mayor banco español, con gran peso tanto absoluto como relativo.

Tras esta primera parte, queda claro que el Banco Santander tiene un tamaño significativo en los mercados donde se encuentra. Queda conocer cómo de beneficioso resulta.

Gráfico 4.3.5

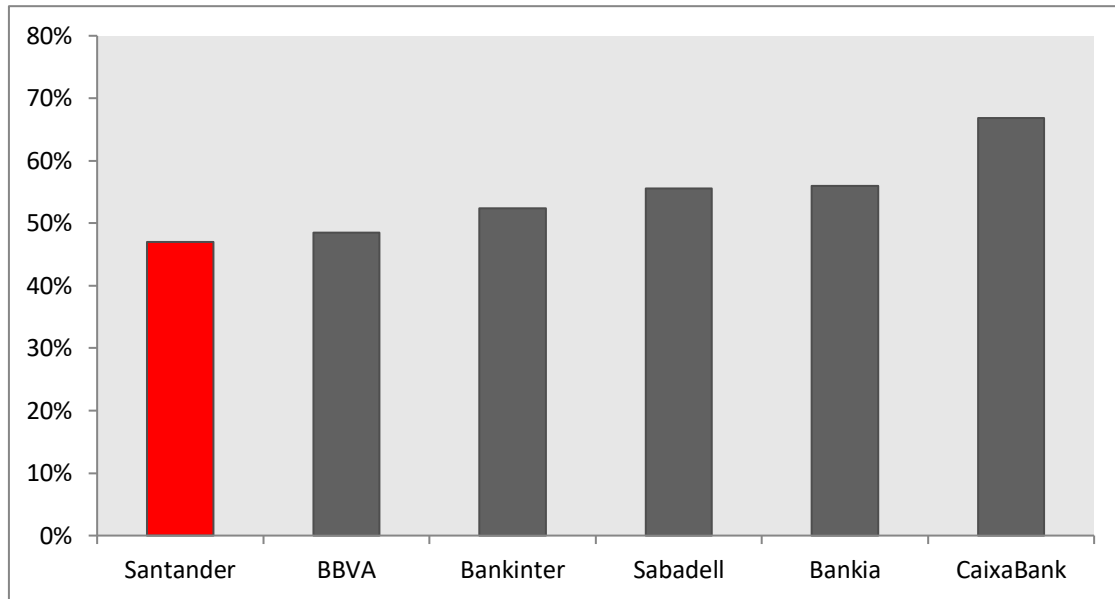
Gastos a nivel consolidado de los principales bancos en España en Febrero de 2020



Fuente: Expansión

Gráfico 4.3.6

Tasa de eficiencia a nivel de grupo en Febrero de 2020



Fuente: Expansión

Para ello, se necesita averiguar el volumen consolidado de los gastos del sector bancario (Gráfico 4.3.5). A priori, se podría llegar a la conclusión errada de que el Santander es tremendamente ineficiente, pero no se debe perder de vista la talla mundial que el banco, superior a sus rivales españoles y para ello es requisito indispensable echar mano de la tasa de eficiencia a nivel de grupo (Gráfico 4.3.6), que cuanto más baja sea la métrica, mejor resultado arroja. Como es evidente, el Santander ocupa el primer puesto, siendo así el banco que mejor aprovechados tiene sus costes. Podemos concluir de este modo que el Banco Santander saca partido de su tamaño, logrando también ajustar los costes operativos mediante economías de escala que sumen valor y robustez a la compañía.

4.4 RIESGOS

4.4.1 Riesgo de crédito

Aquel que radica en incumplimientos o deterioros de la calidad crediticia por parte de clientes en cuanto a sus obligaciones con el banco, ocasionando una potencial pérdida financiera.

Es necesario prestar atención a los distintos ratios de morosidad para saber en qué porcentaje peligra el negocio del banco:

Tabla 4.4.1

Ratio de morosidad por áreas geográficas de negocio

	2019 (%)	2018 (%)
Europa	3,25	3,67
España	6,94	7,32
Santander Consumer Finance	2,3	2,29
Reino Unido	1,01	1,08
Portugal	4,83	5,94
Polonia	4,31	4,28
Norteamérica	2,2	2,79
Estados Unidos	2,2	2,92
México	2,19	2,43
Sudamérica	4,86	4,81
Brasil	5,32	5,25
Chile	4,64	4,66
Argentina	3,39	3,17

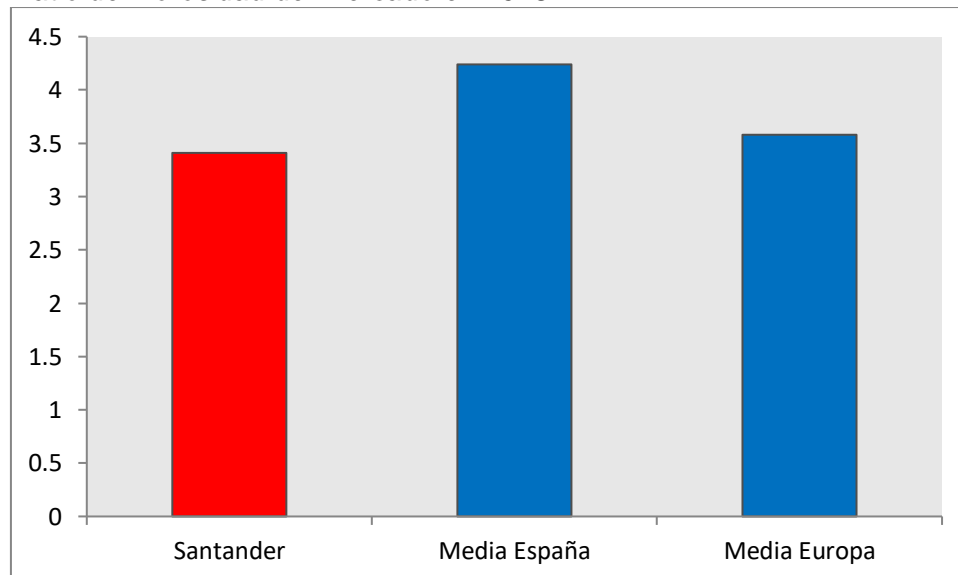
Fuente: Informe anual 2019 Santander

Respecto a los ratios de morosidad (Gráfico 4.4.1), quedan reflejados por zonas:

- Europa: Descenso en 42 puntos básicos gracias a la pronunciada disminución de la cartera morosa en España y Portugal.
- Norteamérica: Caída de 59 puntos básicos propiciada por el descenso severo del ratio en Estados Unidos.
- Sudamérica: Aumento del ratio impulsado por Argentina (+22pb) y Brasil (+7pb).

Gráfico 4.4.2

Ratio de morosidad del mercado en 2018



Fuente: CincoDías

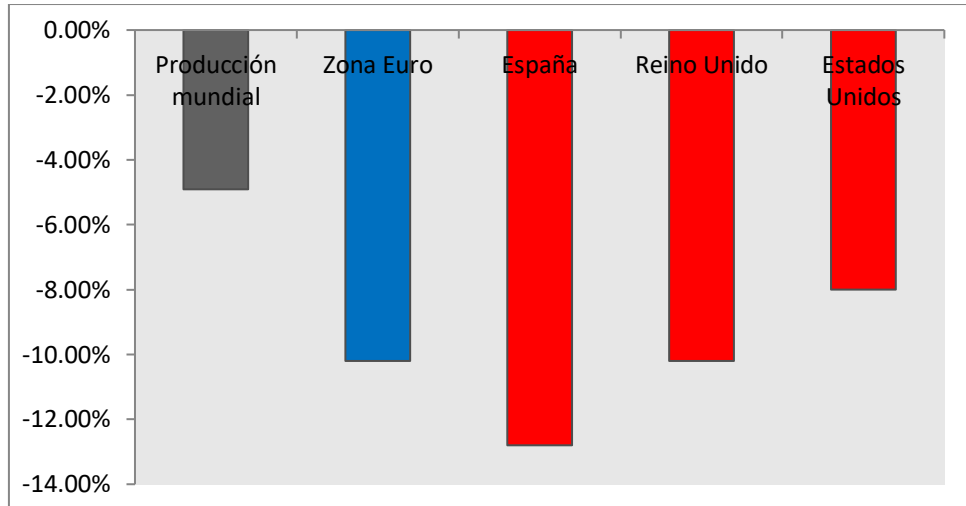
Según el Gráfico 4.4.2, el Santander (3,41%) mantiene un ratio de morosidad inferior a sus competidores en Europa (3,58%). Se concluye de esta manera que el Santander mantiene un riesgo de crédito más sano que su competencia (al menos en Europa).

4.4.2 Recesión económica

El panorama mundial que se venía aconteciendo, con economías reduciendo su aceleración en cuanto al crecimiento, inestabilidades políticas a lo largo del mundo y proteccionismos nacionales, sumado a la actual crisis sin precedentes provocada por el coronavirus, con su respectivo choque o “*shock*” de oferta en los mercados, es probable que desencadene una futura y severa crisis económica.

Gráfico 4.4.3

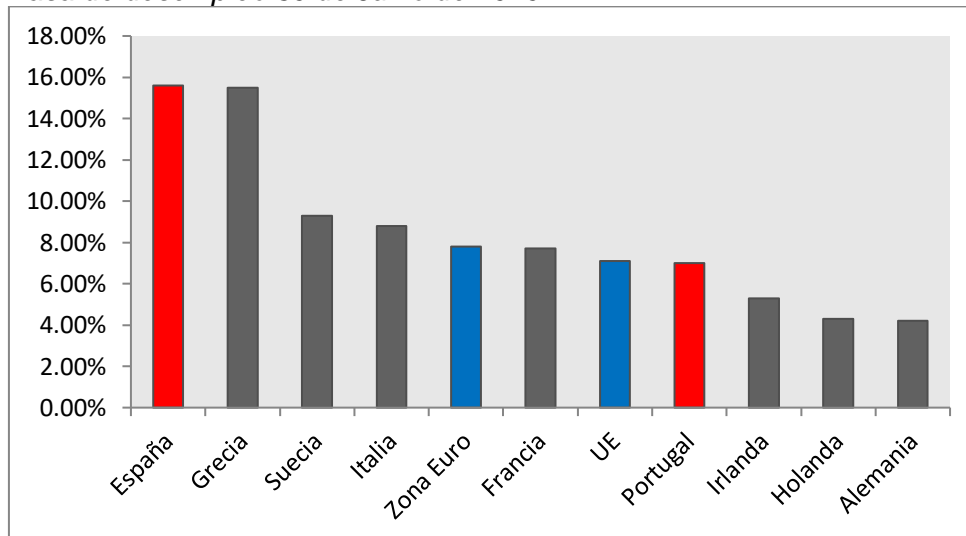
Estimaciones FMI del crecimiento del PIB en 2020



Fuente: CincoDías

Gráfico 4.4.4

Tasa de desempleo 30 de Junio de 2020



Fuente: 20minutos

El Gráfico 4.4.3 y 4.4.4 muestran el panorama actual vivido en Europa. España, importante mercado para el Banco Santander, se encuentra en la primera posición respecto a desempleo (15,60%). Portugal también registraría una alta tasa de paro (7,00%), pero al menos se encuentra en la media de la UE (7,00%). Malas noticias en cuanto al crecimiento del PIB, teniendo a tres mercados relevantes para el banco como son España, Reino Unido y Estados Unidos con demoledores decrecimientos (-12,80%, -10,20% y -8,00% respectivamente).

El Santander ha movido ficha y apartó 1.600 millones de euros de su beneficio en el primer trimestre de 2020 a un fondo para cubrirse de futuras a raíz de la crisis del coronavirus, arrojando un 82% menos de beneficio en comparación con el trimestre homólogo del año anterior. Es preciso señalar que las dotaciones por insolvencias ascendieron a 7.027 millones de euros en el primer semestre de 2020. Supone un 63% más que el mismo período de 2019, a causa de los efectos ocasionados por el bloqueo de la economía a raíz del coronavirus.

4.5 RETOS Y DESAFÍOS A FUTURO

4.5.1 Sostenibilidad

De la preocupación por el medioambiente por parte del público en general no se iban a salvar las entidades financiadoras de proyectos con impacto directo sobre él. El Santander es uno de los 130 bancos firmantes de los Principios de Banca Responsable, por lo que los intereses del banco quedan enfocados a cumplir los objetivos de desarrollo sostenible de la ONU y el Acuerdo de París. También es firmante de La Alianza para la Recuperación Verde, originaria del Parlamento Europeo y que consiste en una respuesta sostenible a la pandemia del coronavirus.

Los principales mecanismos puestos en marcha son:

- Aumento de la financiación verde de 19 mil millones de euros a 120 mil millones para 2025.
- Consumir únicamente electricidad procedente de energías renovables para 2025.
- Que el banco siga siendo neutro en carbono de perpetuidad.
- Eliminar los plásticos de un solo uso innecesarios para 2021.
- Emisión de un bono verde por valor de 1.000 millones de euros en pos de financiar y refinanciar proyectos de energía solar y eólica.

4.5.2 Nuevos competidores

No es poca broma que según PwC, el 55% de 560 directivos entrevistados de las principales entidades financieras de 17 países distintos, consideres que la entrada de nuevos competidores al sector de la banca es la principal amenaza. McKinsey estima que entre el 10% y el 40% de los ingresos de la banca tradicional estarán en juego por esta causa. Y es que gigantes tecnológicos como Google, Apple o Facebook y otros como Amazon ya han recibido sus primeras licencias bancarias. Todas ellas tienen en común bases de datos estratosféricas con las preferencias individuales de cada usuario. Lo único que las repele de entrar de lleno en el sector de la banca es la hiperregulación ya mencionada con anterioridad en la ventaja competitiva de las barreras de entrada. Podría cambiar si, mediante la Financial Innovation Now, hiciesen presión para suavizar la legalidad (como pretenden Google, Amazon, Apple, Intuit y Paypal).

Ante este nuevo escenario, lo más útil son las alianzas. El Santander se adelantó y tiene tratos con Apple mediante la aplicación Apple Pay y con Amazon. Si efectivamente se desregulariza el sector (la reglamentación tan abultada surge de la crisis del 2008), el banco Santander estaría en serios problemas. Sin embargo, no hay perspectivas de que vaya a ocurrir, por lo que es necesario que tome una posición dominante ante las *BigTech*, asociándose con ellas en vez de confrontarse directamente con ellas. Podría perder cuota de mercado en ciertos ámbitos, pero las ventajas de poder ofrecer productos más personalidades para cada tipo de cliente es algo tremendamente lucrativo.

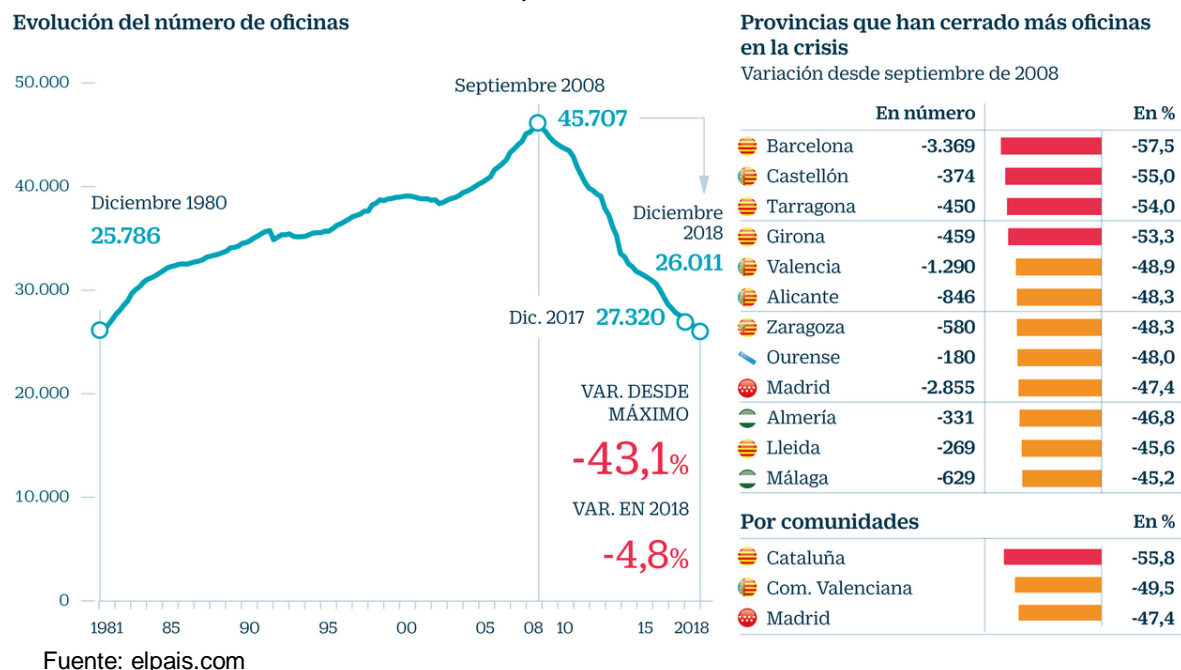
4.5.3 Teletrabajo y Digitalización

Más de 120.000 trabajadores del Grupo se encuentran teletrabajando a causa de la pandemia del coronavirus. La propia Ana Botín ha reconocido que “Va a haber un cambio estructural en nuestra forma de organizarnos, de comercializar productos y de trabajar”. Es una nueva realidad que ha venido para quedarse, y es que el 48% de la plantilla del banco apoyaba seguir con ello aún pasado el confinamiento. Todo ello agrava la condición de poseer tantas sucursales operativas y acelera los cierres, incurriendo en los costes pertinentes. El 25% de ellas se mantuvieron cerradas durante el confinamiento.

La digitalización va de la mano con el teletrabajo. Los clientes digitales aumentaron en un 15% en 2019 respecto al año anterior, ascendiendo hasta los 37 millones. Las ventas digitales representan el 37% sobre el total y se ha anunciado un plan de transformación digital y tecnología en el período 2020-2024 con un presupuesto de 20.000 millones de euros. Y es que Santander Global Platform radica de esta intención de digitalización a toda costa. Pero todo ello supone un cambio estructural en el modelo de negocio, viéndose obligado a cerrar sucursales y despedir empleados. La tendencia es general en todo el sector de la banca tradicional. Aquí la prueba (Figura 4.5.1):

Figura 4.5.1

Evolución del número de oficinas en España 1981-2018



Un 43,1% de sucursales menos en cuestión de diez años, siendo Cataluña la comunidad autónoma más afectada. Consecuencia de ello son los gastos en los que se ha tenido que incurrir que vienen indicados en la Tabla 4.5.1:

Tabla 4.5.1

Costes de explotación en tecnología y sistemas en millones de euros

Gastos de explotación	2019	2018	2017	2016
Tecnología y sistemas	2.161	1.550	1.257	1.095

Fuente: Informe anual 2019 y 2018 Santander

IBEX 35 Y ANÁLISIS FUNDAMENTAL DEL BANCO SANTANDER E IBERDROLA POR LA METODOLOGÍA DEL VALOR INTRÍNSECO

En tan solo cuatro años, el gasto en digitalización ha aumentado un 100%, pasando de 1.095 millones de euros a 2.161 millones (Tabla 5.4). Estos dos puntos hacen disminuir los márgenes a futuro de la compañía.

Y ya en tiempos de pandemia, decía Ana Botín que ha supuesto un salto en cinco años de la primera. Durante el primer mes de confinamiento, los accesos a la aplicación móvil del banco experimentaron un crecimiento del 215% y tan solo el 10% de sus clientes accede a los servicios del Santander únicamente por sucursales. Dicho lo cual, es crucial que el banco sepa amoldarse y ofrecer la mejor de las experiencias para el usuario que sea posible, resultando en mayores tasas de contratación y aumentando el crecimiento. Las claves las aportaba Deloitte en su informe “*2020 banking and capital markets outlook*”, que no son más que implementar la inteligencia artificial, la transferencia de datos a la nube, la gestión de datos y digitalizar su infraestructura central.

4.6 VALORACIÓN

Tabla 4.6.1

Cuenta Pérdidas y Ganancias

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024		
Ventas¹	39.753	42.612	45.272	43.853	48.392	48.424	49.494	44.545	44.545	45.881	47.257	48.675	CRECIMIENTO EN VENTAS	
<i>Variación anual %</i>	7%	6%	-3%	10%	0%	2%	-10%	0%	3%	3%	3%	3%	2020	-10%
EBITDA	24.162	24.831	26.121	24.668	24.897	25.847	25.460	22.746	22.746	23.428	24.131	24.855	2021	0%
<i>Margen EBITDA%</i>	61%	58%	58%	56%	51%	53%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	En adelante	3%
Gastos Amortización y Depreciación	2.400	2.257	2.419	2.364	2.593	2.425	3.001	2.701	2.701	2.782	2.865	2.951	MARGEN EBIT	
EBIT²	21.762	22.574	23.702	22.304	22.304	23.422	22.459	20.045	20.045	20.646	21.266	21.904		
<i>Margen EBIT %</i>	55%	53%	52%	51%	46%	48%	45%	45%	45%	45%	45%	45%		
Gastos(+)/Ingresos(-) por intereses	14.400	12.854	12.763	11.536	10.213	9.221	9.916	8.756	8.756	9.019	9.290	9.568	TASA IMPOSITIVA	
Ingresos antes de impuestos	7362	9720	10939	10768	12091	14201	12543	11289	11289	11627	11976	12335		
Impuestos ³	2.010	2.722	3.120	3.396	3.884	4.886	4.427	3.951	3.951	4.070	4.192	4.317		
<i>Tasa impositiva %</i>	27%	28%	29%	32%	32%	34%	35%	35%	35%	35%	35%	35%		
Beneficio Neto Consolidado	5.352	6.998	7.819	7.372	8.207	9.315	8.116	7.338	7.338	7.558	7.785	8.018		
Intereses de los minoritarios	1.177	1.182	1.253	1.272	1.588	1.505	1.601	1.441	1.441	1.484	1.529	1.575		
Beneficio Neto	4.175	5.816	6.566	6.100	6.619	7.810	6.515	5.897	5.897	6.074	6.256	6.444		
<i>Margen Beneficio Neto %</i>	11%	14%	15%	14%	14%	16%	13%	13%	13%	13%	13%	13%		
Beneficio por acción (BPA o EPS)⁴	0,38	0,49	0,46	0,41	0,43	0,48	0,40	0,36	0,36	0,36	0,37	0,38		
Total de acciones diluidas ⁵	10.888	11.889	14.377	14.702	15.445	16.192	16.384	16.384	16.500	16.700	16.900	17.100		

*Datos en millones de euros (excepto BPA o EPS)

1. Ventas = Morninstar

2. EBIT 2019, 2018 y 2017 = Margen bruto - Gastos de administración (gastos de personal + Otros gastos de administración) - Amortizaciones - Provisiones o reversión de provisiones

2. Resto EBIT = Margen neto

3. Impuestos 2013 y 2014 = Impuesto de sociedades + Impuestos actividades ininterrumpidas

4. BPA calculados sin restar al Bº Neto las participaciones preferentes contingentemente convertibles

5. Acciones diluidas 2013, 2014, 2015 y 2016 = Morningstar

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Informe anual del 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, 2014 y 2013 del Santander y Morningstar

IBEX 35 Y ANÁLISIS FUNDAMENTAL DEL BANCO SANTANDER E IBERDROLA POR LA METODOLOGÍA DEL VALOR INTRÍNSECO

Tabla 4.6.2
Retornos sobre el Capital

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CRECIMIENTO	
EBIT	21762	22574	23702	22304	22304	23422	22459	20045	20045	20646	21266	21904	2020	-10%
Gastos(+)/Ingresos(-) por Intereses	14400	12854	12763	11536	10213	9221	9916	8756	8756	9019	9290	9568	2021	0%
Impuestos	2010	2722	3120	3396	3884	4886	4427	3951	3951	4070	4192	4317	En adelante	3%
Beneficio Neto	4175	5816	6566	6100	6619	7810	6515	5897	5897	6074	6256	6444		
Dinero en efectivo y similares ¹	6697	19730	21195	21817	23565	24658	25714	23143	23837	24552	25289	26047		
Deuda total ²	191445	213529	226026	228227	217861	246382	261977	235779	242853	250138	257642	265372		
Fondo de Comercio (Goodwill) ³	23281	27548	26960	26724	25769	25466	24246	21821	21821	22476	23150	23845		
Patrimonio Neto (Equity) ⁴	70328	80805	88040	90938	94489	96472	100071	90064	90064	92766	95549	98415		
Capital invertido sin goodwill	231795	247056	265911	270624	263016	292730	312088	280879	287258	295876	304752	313895		
Capital invertido con goodwill	255076	274604	292871	297348	288785	318196	336334	302701	309080	318352	327903	337740		
ROE	5,9%	7,2%	7,5%	6,7%	7,0%	8,1%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%		
ROIC sin goodwill (NOPAT/Capital invertido)	2,3%	2,8%	2,9%	2,7%	3,1%	3,2%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%		
ROIC con goodwill (NOPAT/Capital invertido)	2,1%	2,5%	2,7%	2,5%	2,8%	2,9%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%		

*Datos en millones de euros

1. Dinero en efectivo y similares = TIKR

2. Deuda Total = TIKR = Long-Term Debt y Current Portion of Long-Term Debt = Se refiere a la deuda que paga intereses, deuda que supone un riesgo de quiebra real para la empresa. Reflejamos el valor de la deuda financiera y no la que se contrae con proveedores.

3. Fondo de Comercio = TIKR

4. Patrimonio Neto = TIKR = "Total Common Equity", así retiramos la parte correspondiente a los minoritarios

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe anual 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, 2014, 2013, TIKR y Morningstar

Tabla 4.6.3
Valoración

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024		
Capitalización de mercado							35881	35881	36135	36573	37011	37449	Cotización actual	2,19
Deuda(+)/Caja(-) Neta	184748	193799	204831	206410	194296	221724	236263	250000	260000	265000	270000	275000		
Valor de Empresa o "Enterprise Value"							272144	285881	296135	301573	307011	312449		
Beneficio Neto	4175	5816	6566	6100	6619	7810	6515	5897	5897	6074	6256	6444		
Valor en libros/Acción	6,5	6,8	6,1	6,2	6,1	6,0	6,1	5,5	5,5	5,6	5,7	5,8		
DeudaNeta/Patrimonio Neto (Equity)	2,6	2,4	2,3	2,3	2,1	2,3	2,4	2,8	2,9	2,9	2,8	2,8		
	3 AÑOS	5 AÑOS												
TCAC ¹ (CAGR) por PER	18%	11%	Precio objetivo por PER + Caja € 3,98					€ 3,60	€ 3,57	€ 3,64	€ 3,70	€ 3,77	Múltiplo PER	10
TCAC ¹ (CAGR) por Valor en Libros	21%	13%	Precio objetivo por Precio/VL € 4,28					€ 3,85	€ 3,82	€ 3,89	€ 3,96	€ 4,03	Múltiplo Precio/VL	0,7

*Datos en millones de euros
¹Tasa de Crecimiento Anual Compuesta
Cotización a 08/09/2020

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe anual de 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, 2014, 2013, TIKR y Morningstar

IBEX 35 Y ANÁLISIS FUNDAMENTAL DEL BANCO SANTANDER E IBERDROLA POR LA METODOLOGÍA DEL VALOR INTRÍNSECO

Una vez llegado a la valoración, es importante tener ciertos puntos clave en cuenta:

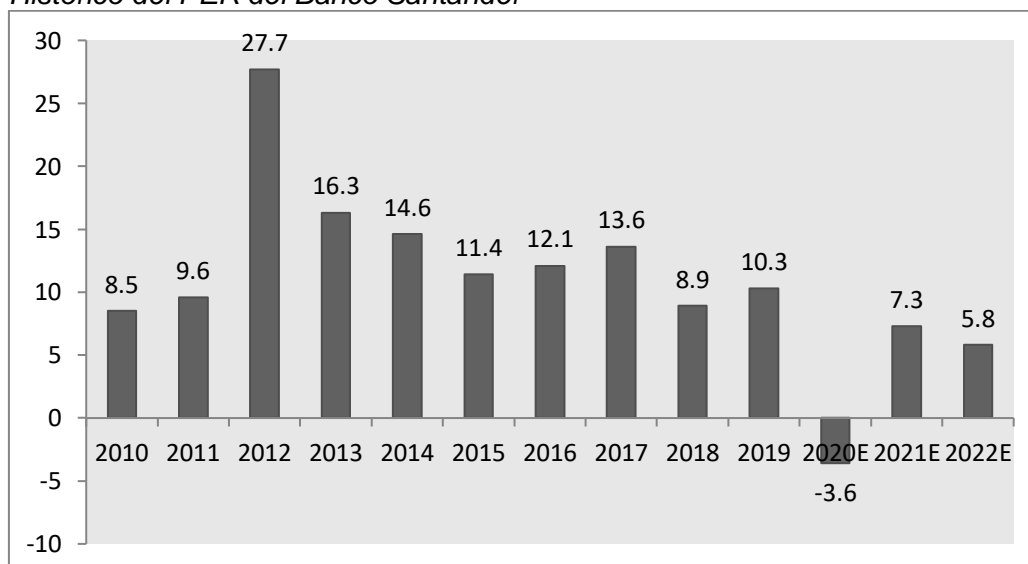
- Ha descendido de 14,79€/acción al cierre del 2007 hasta los 2,19€/acción a 8 de septiembre de 2020. Una pérdida del 85,19% en 13 años.
- El número diluido de acciones se ha incrementado en un 50,47%, pasando de 10,888 millones de acciones a 16.384 millones entre 2013 y 2019.
- Los beneficios por acción han oscilado entre los 0,38€/acción y los 0,49€/acción entre 2013 y 2019. Empero, no se aprecia una progresión lineal al alza.
- Se reparte un dividendo de 0,2€/acción (11,11%).
- Los datos empleados son anuales.
- La valoración siguiente está destinada para un inversor prudente sin aversión al riesgo (siempre y cuando no se entre en terrenos puramente especulativos).

Datos empleados para obtener los resultados a futuro de las Tablas 4.6.1, 4.6.2 y 4.6.3:

- Siguiendo las estimaciones de los analistas de Marketscreener, las ventas caerán en un 10% para 2021 y no aumentarán para 2022. En adelante se ha supuesto un crecimiento conservador del 3% (Tabla 4.6.1). El resto de métricas tienen crecimientos idénticos.
- Ampliaciones de capital 2020-2024 constantes (Tabla 4.6.1)
- Margen EBIT 45% y Tasa Impositiva 35% a futuro (Tabla 4.6.1).
- Deuda neta in crescendo, con aumento marcado en 2020 a causa de no recabar tanto efectivo por las pérdidas derivadas de la situación actual. El ratio Deuda/Patrimonio Neto escala hasta casi las 3 veces (Tabla 4.6.3).
- Múltiplo PER de 10 en función de su media histórica eliminando el año 2012 (Gráfico 4.6.1) y Múltiplo P/VL de 0,7 si partimos de que ROEs de 7% representan múltiplos de 0,7-0,9 P/VL (Tabla 4.6.3).

Gráfico 4.6.1

Histórico del PER del Banco Santander



Fuente: marketscreener

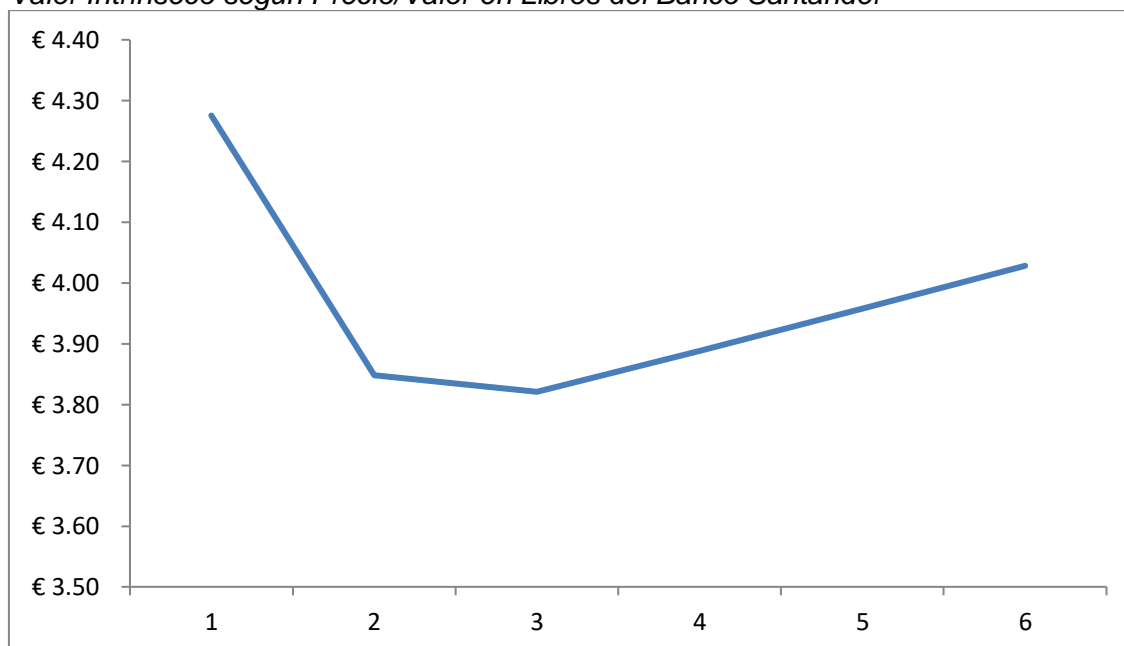
En la Tabla 4.6.2, viene reflejado el retorno sobre el patrimonio neto o rentabilidad económica (ROE por sus siglas en inglés). Nos dice cómo de bueno es un negocio y

cuanta inversión requiere para los beneficios que genera. Al tomar valores poco destacables situados entre 5,9%-8,1% y no seguir una senda alcista, deducimos que el banco no saca un buen provecho a su capital. A cinco años se estabilizará en un nimio 6,5%. El retorno sobre el capital invertido o rentabilidad financiera (ROIC por sus siglas en inglés) no varía en demasía con y sin fondo de comercio o “*goodwill*”. Sus valores no destacan (2-3%), por lo que las inversiones acometidas por el banco no generan elevados retornos.

Llegados a este punto, el inversor no debe dejarse engañar por las interesantes rentabilidades a 3 y 5 años mostradas en la Tabla 4.6.3, tanto por el PER como por P/VL. El sector financiero es cíclico y el Santander no tiene un equipo directivo alineado con los intereses del accionariado, su política de dilución en cuanto al número de acciones merma el potencial de crecimiento del BPA y hace perder fuerza al dividendo y los bajos resultados del ROE y del ROIC pondrían en aprietos al Santander ante una hipotética crisis económica. Además, es curioso ver cómo los rendimientos son más altos a 3 años que a 5 para ambos múltiplos, por lo que está claro que la acción perdería fuelle en el plano más largoplacista, deteriorando, aún más si cabe, las ganas nadie por depositar aquí su dinero. El Gráfico 4.6.2 deja clara la mala decisión que sería comprar acciones en el momento actual si atendemos al valor intrínseco según el múltiplo Precio/Valor en Libros:

Gráfico 4.6.2

Valor Intrínseco según Precio/Valor en Libros del Banco Santander



Fuente: Elaboración propia

5. ANÁLISIS FUNDAMENTAL IBERDROLA

5.1 CONCEPTO Y MODELO DE NEGOCIO

Nacida en 1982 a raíz de la fusión de Iberduero e Hidroeléctrica Española. Se lleva la medalla de oro al mayor grupo energético español por capitalización bursátil (67,50 mil millones) y el cuarto del mundo. Es el primero en cuanto a energía eólica se refiere. Tenía 35.374 empleados a finales de 2019 y acapara el 16,85% del IBEX 35.

Es considerada como una “*utility*” o empresa energética que ofrece un servicio primordial del que no se puede prescindir. Contando con que la demanda eléctrica es inelástica, los consumidores finales no dejarán de consumir productos y servicios de Iberdrola hasta en las condiciones más adversas, por regla general.

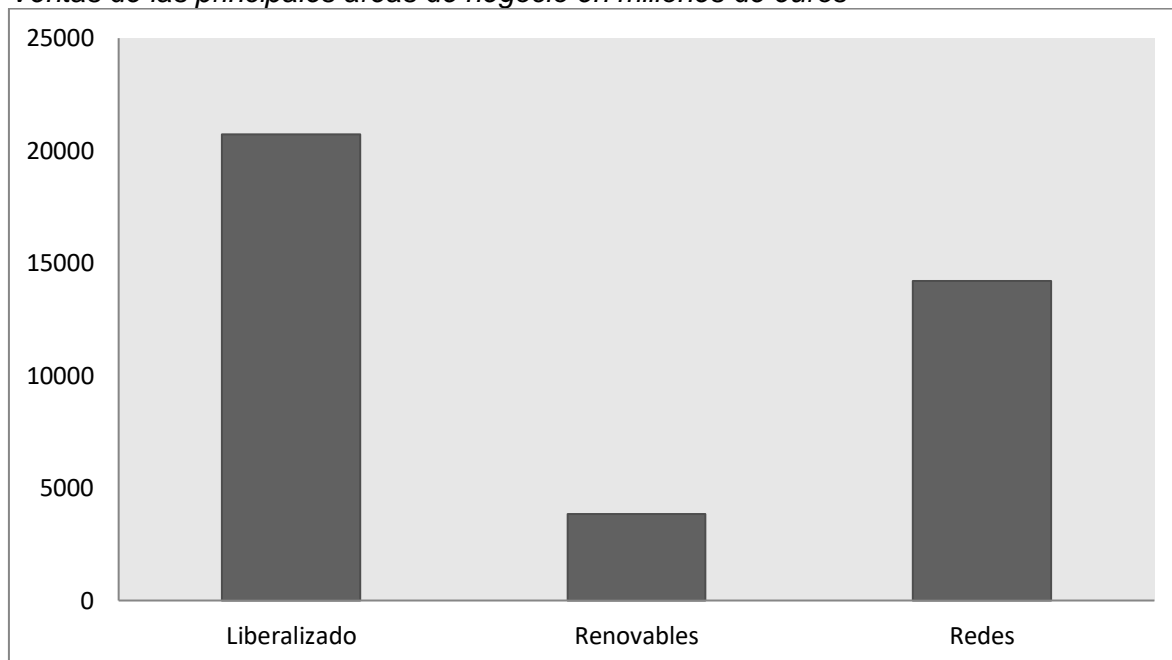
Iberdrola está entregada a la producción eléctrica, comercio de electricidad y gas al por mayor, transporte y distribución de electricidad y servicios asociados a la comercialización de energía. Opera en España, México, Estados Unidos, Reino Unido y Brasil.

Las principales áreas de negocio son:

- Redes: Transmisión y distribución de energía.
- Liberalizado: Generación y comercio de energía.
- Renovables: Actividades relacionadas con las energías renovables.
- Otros negocios: Comercio y almacenamiento para la venta de gas.
- Corporación: Costes estructurales del Grupo y servicios de administración de las áreas corporativas.

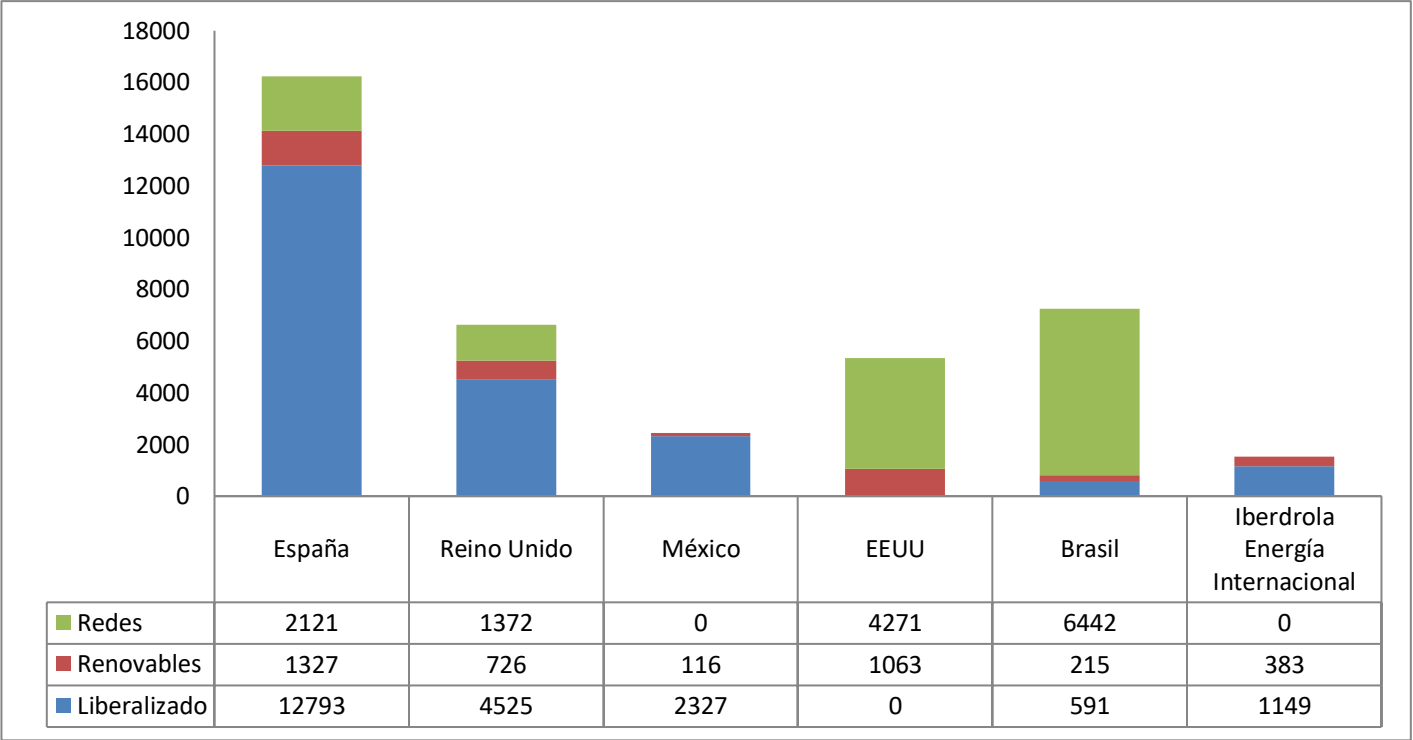
Gráfico 5.1.1

Ventas de las principales áreas de negocio en millones de euros



Fuente: Informe financiero anual 2019

Gráfico 5.1.2
Ventas de las principales áreas de negocio por regiones geográficas en millones de euros



Fuente: Informe financiero anual 2019

Del Gráfico 5.1.1 se entiende que el Negocio Liberalizado es el más relevante, con un total de 20.726 millones de euros, procedentes en un 61,72% de España y en un 21,83% de Reino Unido (Gráfico 5.1.2). El segundo negocio sería Redes con 14.209 millones, presente casi en su totalidad en EEUU (30,05%) y Brasil (45,33%). El tercero y último sería Renovables, con 3.824 millones y siendo más predominante en España (34,70%).

5.2 EQUIPO GESTOR

Tabla 5.2.1

Remuneraciones de los directivos en 2019 en miles de euros

Nombre	Retribución devengada en la Sociedad			Total retribución devengada en sociedades del grupo en metálico
	Total Retribución en metálico	Bº Bruto de las acciones	Total ejercicio 2019 sociedad	
José Ignacio Sánchez Galán	6231	3.899	10130	302
Inés Macho Stadler	519		519	
Iñigo Víctor de Oriol Ibarra	310		310	
Samantha Barber	524		524	
María Helena Antolín Raybaud	499		499	
Georgina Kessel Martínez	326		326	
Denise Mary Holt	294		294	
Jose Walfredo Fernández	294		294	
Manuel Moreu Munaiz	315		315	
Xabier Sagredo Ormaza	474		474	
Juan Manuel González Serna	486		486	
Francisco Martínez Córcoles	2215	923	3138	
Anthony L. Gardner	284		284	
Sara de la Rica Goiricelaya	218		218	
Ángel Jesús Acebes Paniagua	73		73	
Total	13062	4822	17884	302

Fuente: Informe anual sobre remuneraciones de los consejeros

Según se ve en la Tabla 5.2.1, únicamente dos de los quince directivos perciben acciones como parte de su salario. En el caso de J. Ignacio Sánchez Galán (presidente de la compañía), recibió el 40% de su retribución en participaciones procedentes del Bono Estratégico 2014-2016. Francisco Martínez Córcoles percibe, en cambio, el 30% procedente del mismo Bono. El siguiente paso es conocer qué porcentaje de acciones está bajo posesión de la directiva. Viene indicado en el informe anual de gobierno corporativo de 2019 y es un insignificante 0,24% del total. Desglosándolo, solo cuatro directivo poseen más de un 0,01%. Galán tendría un 0,2% (12.724.144 acciones) y Córcoles un 0,01% (636.207 acciones). Lo de insignificante viene de comparar los tres principales accionistas con la directiva, siendo estos BlackRock, INC. Con un 5,10% (324.465.672 acciones), Norges Bank con un 3,43% (218.219.069 acciones) y Qatar Investment Authority (552.864.056 acciones). Por lo tanto, podríamos concluir que el equipo gestor no tiene incentivos reales en incrementar el valor de las acciones. No está alineado con el accionista.

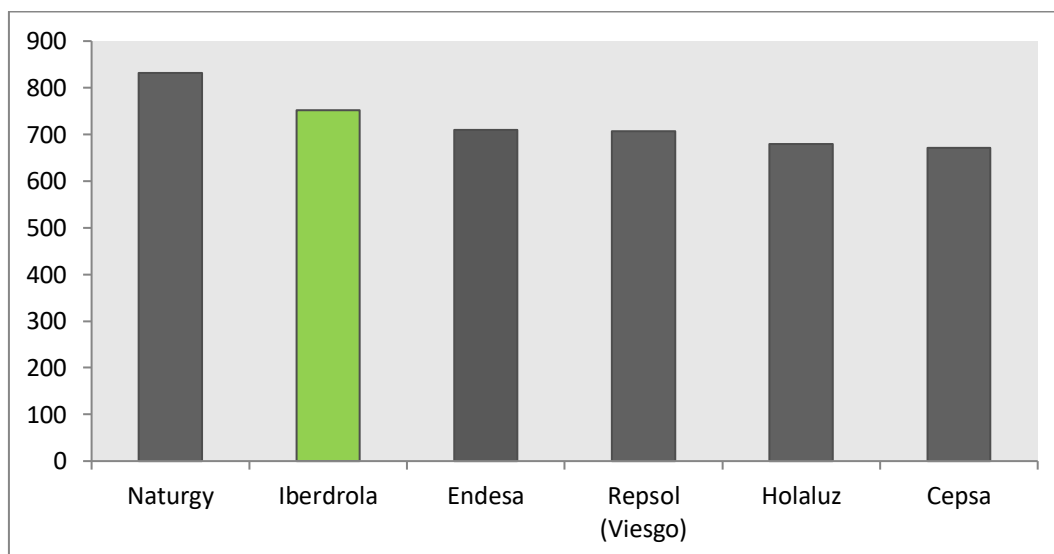
5.3 VENTAJAS COMPETITIVAS

5.3.1 Activos intangibles

La marca Iberdrola se posicionaba la primera en España según Interbrand y BrandZ en 2019 y la sexta a nivel mundial por Brandirectory en 2020 si atendemos al sector de la energía. Siguiendo la recomendación ya comentada en el apartado homólogo del Banco Santander por Pat Dorsey, debemos asegurarnos de que ulteriormente la marca reporte beneficios a la compañía:

Gráfico 5.3.1

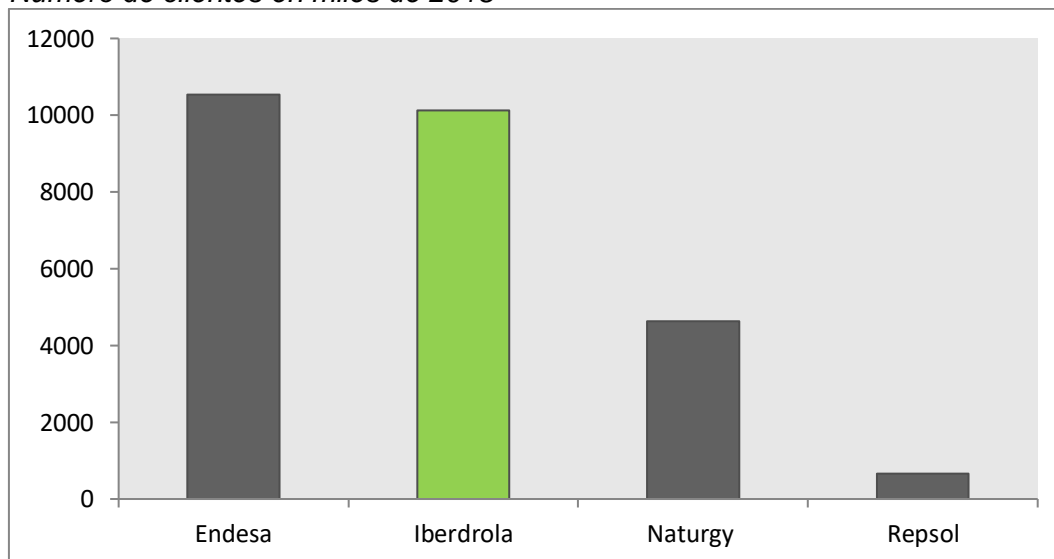
Factura anual de la luz en euros de 2018 para el mismo tipo de consumidores según la mejor oferta de cada compañía en España



Fuente: Expansión

Gráfico 5.3.2

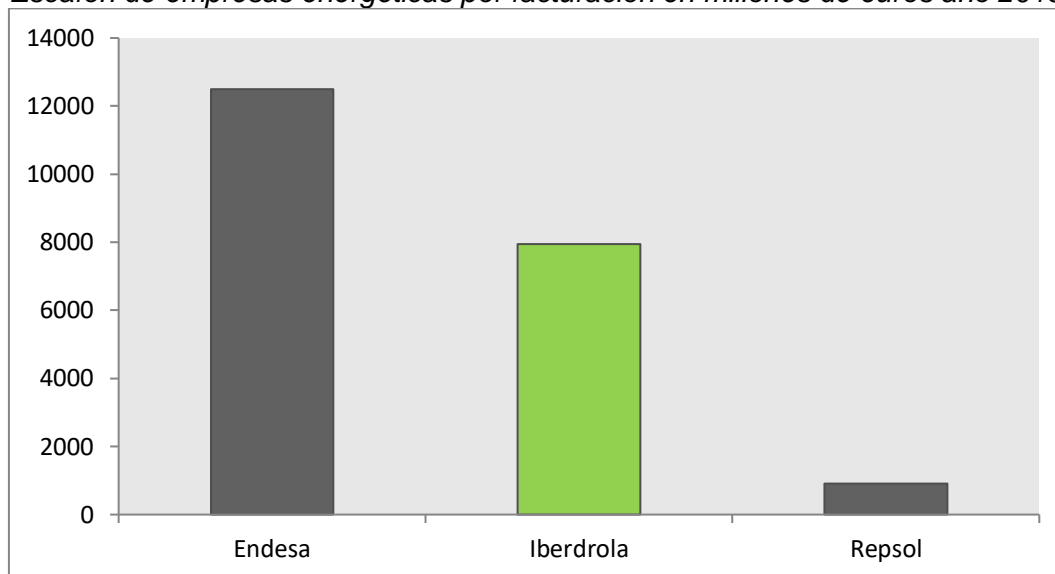
Número de clientes en miles de 2018



Fuente: Expansión

Gráfico 5.3.3

Escafón de empresas energéticas por facturación en millones de euros año 2018



Fuente: El Economista

Gracias a los Gráficos 5.3.1, 5.3.2 y 5.3.3 se ve más clara la ventaja competitiva, y es que a pesar de cobrar una de las luces más caras en comparación con sus competidores, se mantiene la segunda de la lista por número de clientes y por facturación final (según sus ventas), lo que quiere decir que sus clientes están dispuestos a pagar un precio más alto por la confianza en la empresa, entre otras cosas. No podemos pasar por alto, empero, la situación de Endesa, su principal rival, y es que es capaz de ofrecer un precio un 6% más bajo, tener una cifra de clientes similar y vende un 57% más que Iberdrola. Llegados a este punto podríamos afirmar que tiene ventaja competitiva débil, ya que obtiene mejores resultados que la media del sector pero Endesa tiene un mejor desempeño.

Además, existen ciertas barreras de entrada intrínsecas en la propia actividad del sector energético basadas en la localización, posesión y derechos de uso de terrenos y plantas. Teniendo en cuenta que los lugares no se pueden duplicar, un competidor tendría que buscar un lugar semejante. Es decir, si el Estado le confiere un derecho de explotación a Iberdrola sobre un monte para crear un parque eólico, no es plausible que un competidor instale otro parque eólico colindante porque no interesa al regulador, por lo que se vería obligado a trasladarse otro lugar con condiciones de ventosidad, climatología, orografía, etc... semejantes y que aún tenga opciones a obtener un derecho uso.

5.4 RIESGOS

5.4.1 Riesgo de tipo de interés

Iberdrola tiene grandes volúmenes de endeudamiento, concretamente 36.700 millones de euros, que tomando en cuenta el EBITDA (10.104 millones de euros), resultaría en un ratio DeudaNeta/EBITDA de 3,63 veces. La porción a tipo variable ascendería hasta los 15.881 millones y la propia compañía nos reconoce que está sujeta a los tipos de Europa. No advierte que tiene cubierta cierta cantidad de deuda con instrumentos financieros, pero no suponen cantidades relevantes que afecten sustancialmente al cómputo global (138 millones en derivados de activos y 98 millones en derivados de pasivos tanto a corto como a largo plazo), por lo que la mayor parte

de la deuda a tipo variable estaría sin cubrir. Para tratar de hacer una predicción y conocer los tipos a futuro, las permutas de tipo de interés o “swap rates” son la solución:

Tabla 5.4.1

Permutas de tipos de interés o “swap rates” del mercado europeo

Temporalidad (Años)	Tipo de interés	Fecha
1	-0,48	19/09/2020
2	-0,48	19/09/2020
3	-0,47	19/09/2020
4	-0,45	19/09/2020
5	-0,42	19/09/2020
6	-0,38	19/09/2020
7	-0,35	19/09/2020
8	-0,30	19/09/2020
9	-0,26	19/09/2020
10	-0,22	19/09/2020
12	-0,13	19/09/2020
15	-0,03	19/09/2020
20	0,05	19/09/2020
30	0,02	19/09/2020

Fuente: SEB Group

Tabla 5.4.1: A un plazo de 5 años la variación en el tipo sería nimia y a 10 años habría una variación de 0.26pb.

Se entiende así que el riesgo de tipo de interés existe, pero no entra en terreno peligroso para Iberdrola. Es manejable e, incluso, predecible.

5.4.2 Precio de las materias primas

El negocio de venta de gas natural y electricidad, así como los derechos de emisión de CO2 llevan intrínsecos un riesgo asociado su precio de mercado, cosa que escapa del control de la empresa. Para ello, Iberdrola se ve obligada a recurrir a instrumentos financieros como podrían ser los futuros para reducir la incertidumbre y fijar un precio a un plazo conocido.

5.4.3 Riesgo asociado a la salida de Reino Unido de la Unión Europea

El Grupo tiene una capacidad instalada en Reino Unido de 2.814MW, el 5,29% sobre el total, con 5 millones de clientes en aquella región. El denominado “*Brexit*” supone una serie de riesgos para Iberdrola:

- Variaciones en el tipo de cambio e hipotética ruptura del actual acuerdo comercial entre Reino Unido y la Unión Europea, entrando en vigor la legislación de la Organización Mundial de Comercio (OMC): Uso de instrumentos financieros por parte de la compañía para cubrirse de las potenciales volatilidades en el tipo de cambio y estudio en profundidad de los posibles aranceles que impactarían contra el negocio.
- Retrasos e interrupciones en la cadena de suministro: La empresa incrementó sus niveles de almacenamiento de los suministros esenciales.

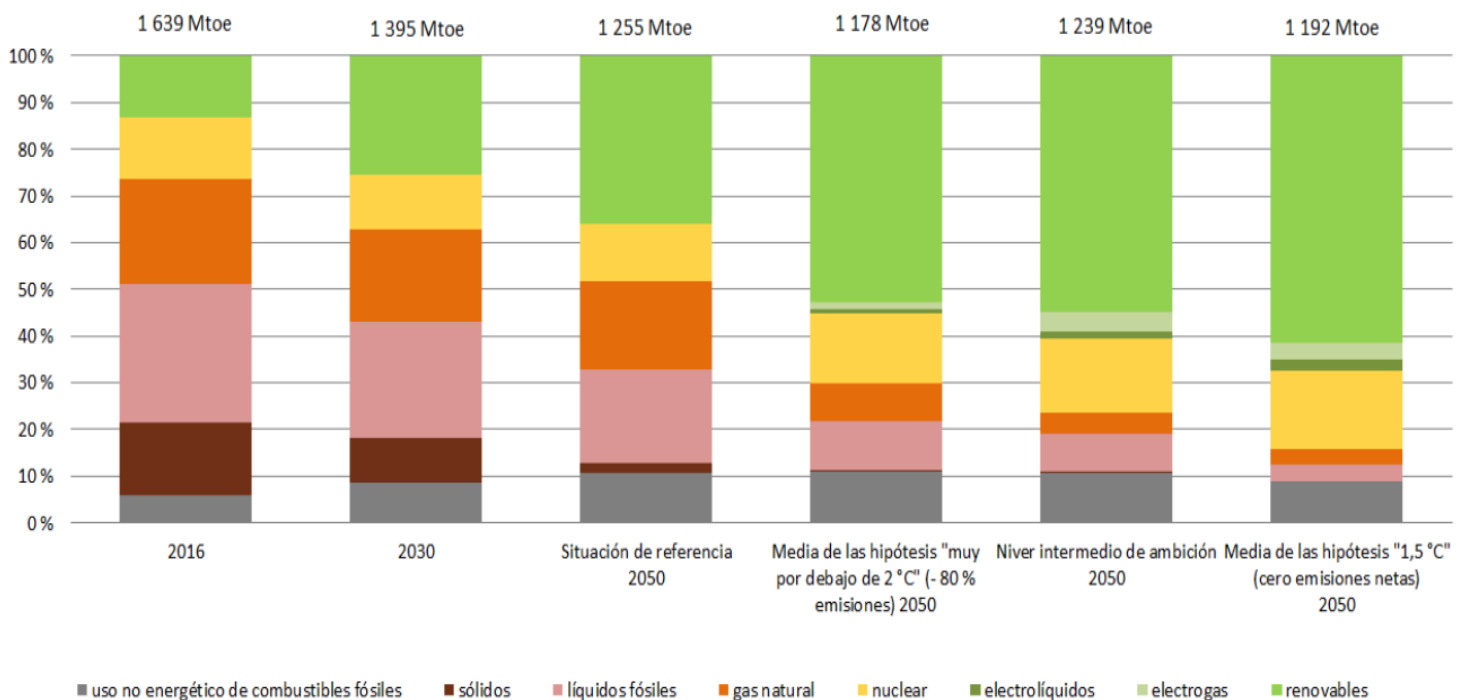
5.5 RETOS Y DESAFÍOS A FUTURO

5.5.1 Sostenibilidad

El cambio de paradigma originado por el cambio climático hizo que Iberdrola rehiciese su estrategia y cerrase 16 plantas de carbón y petróleo desde 2001, con planes de liquidar la única que queda en pie. El objetivo era apoyarse sobre un modelo renovable, libre de emisiones. A priori, el Grupo no ha ido mal encaminado si atendemos a la capacidad instalada propia, procediendo en un 71% de energías renovables y en un 78% libre de emisiones. Bajo palabras de Ignacio Galán, presidente y consejero delegado de Iberdrola: “hay un tema del que estoy muy orgulloso y es que nuestras emisiones de CO² están dos tercios por debajo de las nuestros competidores, gracias a los esfuerzos que durante estos años hemos hecho para ir cerrando nuestras plantas de carbón y petróleo y nuestras inversiones en energías renovables, eólicas, hidroeléctricas en todos los países del mundo”. En los últimos 20 años, Iberdrola ha invertido 100.000 millones de euros en alcanzar un modelo energético descarbonizado. Entre 2018 y 2022 pretende invertir 16.000 millones de euros en redes inteligentes y 13.300 millones en renovable.

Gráfico 5.5.1

Combinación de combustibles en el consumo interior bruto



Fuente: Europa.eu

Si ponemos atención a los distintos escenarios que ha planteado la Unión Europea para 2050 (Gráfico 5.5.1), es fácil percatarse de que la mayor parte del consumo de energía eléctrica será a través de renovables. Las perspectivas no podrían ser mejores para Iberdrola gracias a que tomó ventaja. Además, los competidores que se hayan visto rezagados en el cambio de sistema de producción estarán en aprietos. Iberdrola nuevamente puede beneficiarse de ello y aumentar cuota de mercado.

5.5.2 Digitalización

Iberdrola prevé invertir en ello 4.800 millones de euros entre 2018 y 2022. Entre los beneficios que se obtendrían está: la maximización del mantenimiento preventivo de los parques eólicos, aumentando su productividad; mejorar los sistemas de comprobación de seguridad; abrir nuevos canales de comunicación con los consumidores finales, personalizando su experiencia con la empresa; agilizar tareas de distintos puestos de trabajo e incrementar la transparencia y seguridad para los clientes.

5.5.3 Reducción venidera en el consumo energético

El escenario planteado a futuro por la UE para 2050 supone una reducción del consumo energético entre un 32% y un 39%, pasando de 1.639 megatoneladas equivalentes de petróleo (Mtep) a 1.239Mtep o 1.178Mtep, respectivamente. No es descabellado pensar que a medida que el resto de países tomen mayor conciencia sobre el medio ambiente, escojan una senda similar a la de Europa. A priori, se podría llegar a la conclusión de que Iberdrola saldrá perjudicada, pero gracias a que se adelantó a sus competidores, obteniendo la mayor parte de su suministro de fuentes renovables, podría tomar una posición dominante en el mercado internacional, aumentando su cuota de mercado y aprovechándose de una hipotética desaparición paulatina de competencia que base su producción en fuentes contaminantes.

5.5.4 Innovación

La reducción del consumo, el fomento de las renovables y la digitalización desembocan necesariamente en la innovación. Iberdrola ha aumentado su inversión sobre I+D+I en un 115% en los últimos 10 años, dotando 280 millones de euros a este apartado en 2019, lo que convierte al Grupo en la primera energética en España y tercera en el mundo en cuanto a innovación se refiere.

5.5.5 Entrada de nuevos competidores

Las petroleras han puesto su punto de mira en el sector eléctrico. Es una tendencia internacional: la intromisión de Repsol, capturando el 2% de la cuota de mercado a través de la compra de Viesgo, con intención de aumentarla al 5% en años venideros; Cepsa entra en la comercialización de luz y gas para el sector residencial en España, además del mercado luso, donde pretende ser la suministradora de los puntos de recarga para los coches eléctricos y por si esto no fuese poco, pretende instalar un parque eólico Jerez; la petrolera francesa Total compra Direct Energie; en Portugal, de nuevo, la petrolera Galp entra en el mercado español comprando el 25% de Podo; la petrolera Shell compra la eléctrica First Unity en Reino Unido y British Petroleum adquirió parte de Pure Planet en la misma región.

Como vemos, es una constante en el continente europeo, que pone en jaque a Iberdrola porque las petroleras ya poseen la infraestructura necesaria para satisfacer la demanda, solo necesitan adaptarse instalando los puntos de recarga que sean necesarios en sus estaciones de repostaje. También poseen grandes cantidades de capital con las que sufragar sus inversiones. Ciertamente ponen en peligro el negocio de Iberdrola.

5.6 VALORACIÓN

Tabla 5.6.1

Cuenta Pérdidas y Ganancias

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024		
Ventas ¹	31.077	30.032	31.418	28.759	31.263	35.075	36.437	36.437	37.530	39.031	40.593	42.216	CRECIMIENTO EN VENTAS	
Variación anual %		-3%	5%	-8%	9%	12%	4%	0%	3%	4%	4%	4%	2020	0%
EBITDA	6.756	6.963	7.397	7.932	7.120	9.094	9.806	9.030	9.301	9.673	10.060	10.462	2021	3%
Margen EBITDA%	22%	23%	24%	28%	23%	26%	27%	25%	25%	25%	25%	25%	En adelante	4%
Gastos Amortización y Depreciación	4.537	3.023	3.568	3.247	4.408	3.655	3.929	3.929	4.047	4.209	4.377	4.552	MARGEN EBIT	14%
EBIT	2.219	3.940	3.829	4.685	2.712	5.439	5.877	5.101	5.254	5.464	5.683	5.910		
Margen EBIT %	7%	13%	12%	16%	9%	16%	16%	14%	14%	14%	14%	14%		
Gastos(+)/Ingresos(-) por intereses ²	1.278	1.123	1.023	903	937	1.156	1.300	524	540	562	584	607		
Ingresos antes de impuestos	941	2817	2806	3782	1775	4283	4577	4577	4714	4903	5099	5303	TASA IMPOSITIVA	25%
Impuestos	1.466	837	527	935	1.397	959	914	1.144	1.179	1.226	1.275	1.326		
Tasa impositiva %	156%	30%	19%	25%	79%	22%	20%	25%	25%	25%	25%	25%		
Beneficio Neto Consolidado	-525	1.980	2.279	2.847	378	3.324	3.663	3.433	3.536	3.677	3.824	3.977		
Intereses de los minoritarios ³	30	37	37	137	365	323	408	408	420	437	455	473		
Beneficio Neto	-555	1.943	2.242	2.710	13	3.001	3.255	3.025	3.115	3.240	3.370	3.505		
Margen Beneficio Neto %	-2%	6%	7%	9%	0%	9%	9%	8%	8%	8%	8%	8%		
Beneficio por acción (BPA o EPS)	-0,09	0,30	0,34	0,41	0,00	0,44	0,50	0,47	0,48	0,50	0,52	0,54		
Total de acciones diluidas ⁴	6.493	6.487	6.578	6.626	6.680	6.744	6.514	6.500	6.500	6.500	6.500	6.500		

*Datos en millones de euros (excepto BPA o EPS)

1.Ventas = Importe Neto de la Cifra de Negocios

2.Gastos por intereses 2014 y 2013 = Gastos por intereses - Ingresos por intereses

3.Intereses de los minoritarios 2014 y 2013 = Accionistas minoritarios + Tenedores de obligaciones perpetuas subordinadas

4.Total acciones diluidas = Morningstar

Fuente: Informes anuales 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, 2014, 2013 y Morningstar

Tabla 5.6.2
Flujos de caja

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CRECIMIENTO	
EBITDA	6756	6963	7397	7932	7120	9094	9806	9030,2	9301,1	9673,1	10060,1	10462,5		
CAPEX	2608	2352	4407	4825	5192	6050	7382	7677,3	7984,4	8303,7	8635,9	8981,3	2020	0%
Gastos(+)/Ingresos(-) por intereses	1278	1123	1023	903	937	1156	1300	524,2	539,9	561,5	584,0	607,3	2021	3%
Impuestos	1466	837	527	935	1397	959	914	1144,3	1178,6	1225,7	1274,7	1325,7	En adelante	4%
Minoritarios	0	0	0	0	67	-132	-1472							
Flujo de caja libre	1404	2651	1440	1269	-473	1061	1682	-315,5	-401,8	-417,8	-434,6	-451,9		
Flujo de caja libre por accion	0,22	0,41	0,22	0,19	-0,07	0,16	0,26	-0,05	-0,06	-0,06	-0,07	-0,07		

*Datos en millones de euros (excepto FC Libre por acción)

Fuente: Informes anuales 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, 2014, 2013

IBEX 35 Y ANÁLISIS FUNDAMENTAL DEL BANCO SANTANDER E IBERDROLA POR LA METODOLOGÍA DEL VALOR INTRÍNSECO

Tabla 5.6.3
Retornos del Capital

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024		
EBIT	0	0	0	0	0	0	0	5101	5254	5464	5683	5910	CRECIMIENTO	
Gastos(+)/Ingresos(-) por Intereses	1278	1123	1023	903	937	1156	1300	524	540	562	584	607	2020	0%
Impuestos	1466	837	527	935	1397	959	914	1144	1179	1226	1275	1326	2021	3%
Beneficio Neto	-555	1943	2242	2710	13	3001	3255	3025	3115	3240	3370	3505	En adelante	4%
Dinero en efectivo y similares	1331	1805	1153	1432	3197	2801	2113	2113	2176	2263	2354	2448		
Deuda total ¹	28451	28348	30561	32330	37293	37325	38925	38925	40093	41696	43364	45099		
Fondo de Comercio (Goodwill)	7801	8354	9352	8711	7932	7837	8152	8152	8397	8732	9082	9445		
Patrimonio Neto (Equity)	34584	34954	37158	36690	35509	36582	37678	37678	38808	40361	41975	43654		
Capital invertido sin goodwill	53903	53143	57214	58877	61673	63269	66338	66338	68328	71061	73904	76860		
Capital invertido con goodwill	61704	61497	66566	67588	69605	71106	74490	74490	76725	79794	82985	86305		
ROE	-2%	6%	6%	7%	0%	8%	9%	8%	8%	8%	8%	8%		
ROIC sin goodwill (NOPAT/Capital invertido)	-1%	4%	4%	5%	1%	5%	6%	5%	5%	5%	5%	5%		
ROIC con goodwill (NOPAT/Capital invertido)	-1%	3%	3%	4%	1%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%		

*Datos en millones de euros

1. Deuda total 2019 y 2018 = Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables no corrientes y corrientes

1. Deuda total resto = Deuda financiera no corriente y corriente

Fuente: Informes anuales 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, 2014, 2013

Tabla 5.6.4
Valoración

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024			
Capitalización de mercado							67615	67470	67470	67470	67470	67470	Cotización actual	10,38	
Deuda(+)/Caja(-) Neta	27120	26543	29408	30898	34096	34524	36812	38000	38500	39000	39500	40000			
Valor de Empresa o "Enterprise Value"							104427	105470	105970	106470	106970	107470			
Beneficio Neto	-555	1943	2242	2710	13	3001	3255	3025	3115	3240	3370	3505			
EBITDA	6756	6963	7397	7932	7120	9094	9806	9030	9301	9673	10060	10462			
Flujo de Caja Libre (FCL)	1404	2651	1440	1269	-473	1061	1682	-316	-402	-418	-435	-452			
Deuda Neta/EBITDA	4,0	3,8	4,0	3,9	4,8	3,8	3,8	4,2	4,1	4,0	3,9	3,8			
	3 AÑOS	5 AÑOS													
TCAC ¹ (CAGR) por PER	-12%	-6%	Precio objetivo por PER + Caja					€ 7,00	€ 6,51	€ 6,71	€ 6,98	€ 7,26	€ 7,55	Múltiplo PER	14
TCAC ¹ (CAGR) por EV/EBITDA	7%	6%	Precio objetivo por EV/EBITDA					€ 12,80	€ 11,81	€ 12,16	€ 12,65	€ 13,16	€ 13,68	Múltiplo EV/EBITDA	8,5
TCAC ¹ (CAGR) por P/FCL	-144%	-162%	Precio objetivo por P/FCL + Caja					€ 3,61	-€ 0,68	-€ 0,87	-€ 0,90	-€ 0,94	-€ 0,97	Múltiplo P/FCL	14

*Datos en millones de euros

¹Tasa de Crecimiento Anual Compuesta

Cotización a 21/09/2020

Fuente: Informes anuales 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, 2014, 2013

IBEX 35 Y ANÁLISIS FUNDAMENTAL DEL BANCO SANTANDER E IBERDROLA POR LA METODOLOGÍA DEL VALOR INTRÍNSECO

Una vez llegado a la valoración, es importante tener ciertos puntos clave en cuenta:

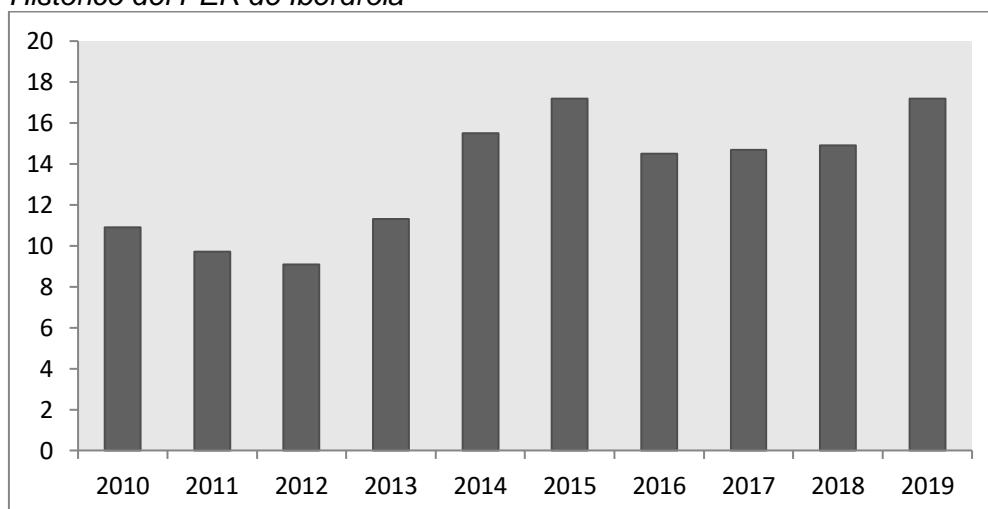
- La acción tocó su máximo histórico el 16 de noviembre de 2007 en 11,65€. Cayó hasta los 2,93€/acción el 27 de julio de 2012 y ha conseguido recuperarse hasta los 11,18€/acción el 21 de febrero de 2020.
- El número diluido de acciones ha permanecido casi invariado desde 2013 hasta 2019, rondando los 6.500 millones de acciones en total.
- Los beneficios por acción pasaron de ser negativos en 2013 hasta alcanzar los 0,50€/acción en 2020. Se aprecia un aumento progresivo a lo largo de los años, a excepción del año 2017, que fueron 0€/acción.
- El dividendo repartido es equivalente a 0,40€/acción (3,76%).
- Los datos empleados son anuales.
- La valoración siguiente está destinada para un inversor prudente sin aversión al riesgo (siempre y cuando no se entre en terrenos puramente especulativos).

Datos empleados para obtener los resultados a futuro de las Tablas 5.6.1, 5.6.2, 5.6.3 y 5.6.4:

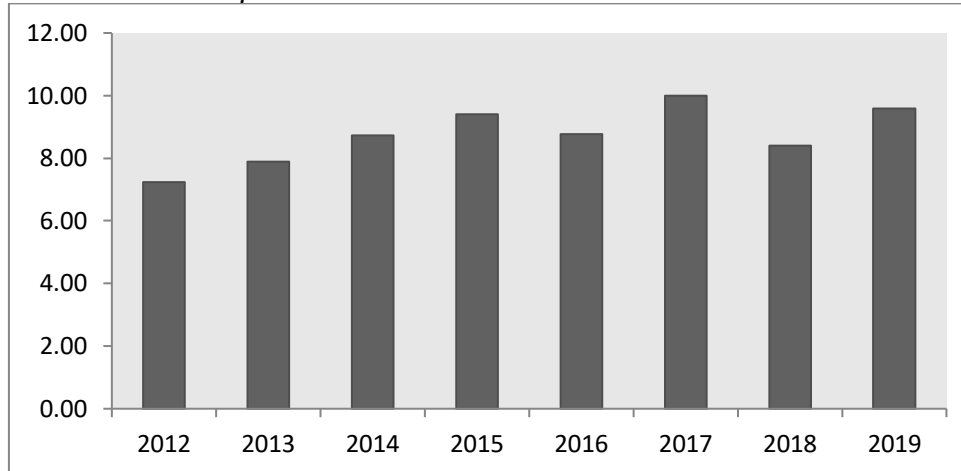
- Según los analistas de Marketscreener, las ventas aumentarán un 2% para 2020 y un 4-5% a partir de ahí. En la Tabla 5.6.1 se ha tomado un escenario conservador, con un crecimiento del 0% para 2020, del 3% para 2021 y del 4% en adelante. El resto de métrica tienen crecimientos idénticos.
- El número diluido de acciones se mantiene constante a futuro, como ha venido haciendo (Tabla 5.6.1).
- Margen EBIT del 14% (un poco por debajo de los últimos años) y tasa impositiva del 25% a futuro (Tabla 5.6.1).
- Deuda neta ascendente, siendo 2020 el año que más se incrementa debido a no lograr aumentar la cantidad de efectivo disponible por los efectos económicos de la crisis derivada del coronavirus, aunque manteniendo el ratio Deuda/EBITDA invariado (Tabla 5.6.4)
- Múltiplo PER de 14, inferior a su media histórica (Gráfico 5.6.1), múltiplo EV/EBITDA de 8,5, similar a su media histórica (Gráfico 5.6.2) y múltiplo Precio/FCL de 14 (asignando el mismo valor que al PER).

Gráfico 5.6.1

Histórico del PER de Iberdrola



Fuente: Marketscreener

Gráfico 5.6.2*Histórico del múltiplo EV/EBITDA de Iberdrola*

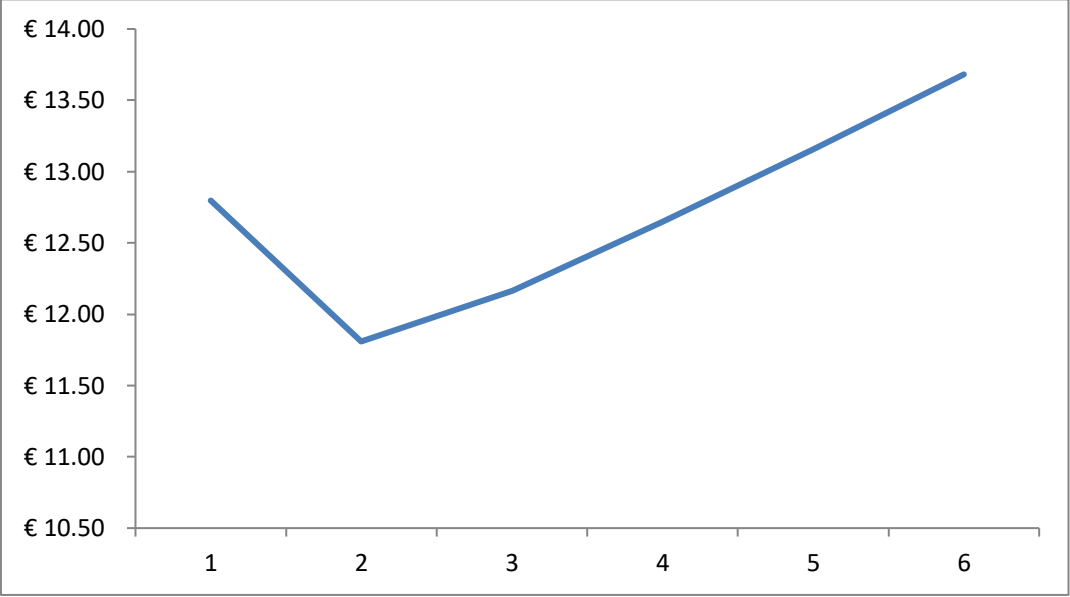
Fuente: Marketscreener

En la Tabla 5.6.3 encontramos los valores del ROE. Mantienen una ligera pendiente positiva, que va del 6% al 9% entre 2015 y 2019. Para los próximos cinco años se quedará estancado en el 8%. Mala noticia para el accionista, ya que hubiese sido deseable ver como seguía aumentando. El ROIC prácticamente no varía con y sin fondo de comercio por la baja cifra que supone en comparación con la deuda total, oscilando entre el 3% y el 6%, cifras poco destacables también. Cabe destacar la baja cantidad de dinero en efectivo y activos líquidos similares que posee Iberdrola, pudiendo suponer un problema a futuro si surgen problemas imprevistos.

En cuanto a la Tabla 5.6.4, el único múltiplo que ofrece rendimientos positivos a 3 y 5 años es el EV/EBITDA, siendo estos 7% y 6% respectivamente. Según el PER, la acción está sobrevalorada, teniendo un valor intrínseco de 7€/acción para 2020 y el múltiplo P/FCL da valores desvirtuados gracias a que Iberdrola tiene flujos de caja libres negativos a futuro (Tabla 5.6.2). Esto último es señal de que la empresa no será capaz de acumular caja después de acometer sus gastos. No tendrá dinero suficiente como para repartirlo entre los accionistas a modo de dividendo, recomprar acciones para aumentar los BPA o, simple y llanamente, acumularlo en tesorería para futuras inversiones.

Llegados a este punto, no es recomendable la compra de acciones de Iberdrola debido a su mal desempeño a futuro, negatividad próxima del flujo de caja libre, un equipo gestor sin alineamiento con el accionista y unas ventajas competitivas no suficientes como para hacer de esta una buena inversión. Todo ello se ve reflejado en la evolución del valor intrínseco a futuro en el Gráfico 5.6.3:

Gráfico 5.6.3
Valor intrínseco según EV/EBITDA de Iberdrola



Fuente: Elaboración propia

6. CONCLUSIÓN

Una vez analizados el Banco Santander e Iberdrola, después de haber entendido qué es y cómo funciona una bolsa de valores, sumado a las nociones acerca del IBEX 35, no está de más volver a repetir la recomendación de no invertir en ninguno de los títulos. Los equipos directivos no están alineados con el accionista, lo que hubiese sido un gran punto a favor. Las ventajas competitivas existen, más vigorosas en el Santander que en Iberdrola, pero los retos y desafíos a futuro las ponen contra las cuerdas. Si bien es cierto que cada una mata su toro, las dos empresas tienen en común que deben afrontar la digitalización, la sostenibilidad y la entrada de nuevos y perniciosos competidores en sus respectivos mercados, capaces de dar más de un quebradero de cabeza a los mandamases ambas compañías (¿será suficiente unos objetivos a largo plazo para que tomen los retos con todo el ahínco necesario o tal vez les haga falta un aliciente más fuerte, como poseer una mayor cantidad de acciones de su propia compañía?). Las valoraciones son la estocada final para espantar a cualquier inversor medianamente ávido en su búsqueda por retornos generosos, sin que este llegue a asumir riesgos que rozan lo especulativo. La política de ampliaciones de capital del Banco Santander marchita cada vez más la acción y los paupérrimos retornos a largo plazo de Iberdrola no son del interés del inversor modelo al que se dirigen las líneas del presente trabajo. A la postre, la crisis derivada del coronavirus supone un arma de doble filo: es incentivo para ambas compañías por modernizar sus sistemas productivos y acaparar más cuota de mercado si cabe a raíz de la caída de competidores que no han sido capaces de salir adelante por contratiempos como altos endeudamientos o encarecimiento excesivo del *modus operandi*, pero también las obliga escudarse con reservas para potenciales pérdidas venideras. El hombre propone y Dios dispone.

7. BIBLIOGRAFÍA

- 10 preguntas clave sobre IBEX 35.* (s.f.). Recuperado el 14 de Mayo de 2020, de Bolsa de Madrid:
<https://www.bolsamadrid.es/esp/indices/ibex/PreguntasClavelbex35.aspx>
- ¿Qué son el Ibex Small Cap y el Ibex Medium Cap?* (4 de Marzo de 2014). Recuperado el 20 de Mayo de 2020, de andbank.es:
<https://www.andbank.es/observatoriodelinversor/que-son-el-ibex-small-cap-y-el-ibex-medium-cap/>
- IBEX MAB 15.* (Marzo de 2020). Recuperado el 20 de Mayo de 2020, de borsabcn.es:
https://www.borsabcn.es/docs/SBolsas/InformesSB/fs-mab15_esp.pdf
- Alcocer, J. (s.f.). *La banca 'retail' en 2020, ¿Evolución o revolución?* Recuperado el 7 de Septiembre de 2020, de PwC: <https://docplayer.es/4217086-La-banca-retail-en-2020-evolucion-o-revolucion.html>
- Alconada, Á. G. (16 de Diciembre de 2018). *La EBA urge a la banca a mejorar su rentabilidad.* Recuperado el 3 de Agosto de 2020, de CincoDías:
https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/12/14/companias/1544821527_176433.html
- Alconada, Á. G. (25 de Marzo de 2019). *El número de oficinas bancarias cae a su nivel más bajo desde 1980.* Recuperado el 25 de Agosto de 2020, de Cinco Días:
https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/03/22/companias/1553289119_647990.html
- Banco Santander. (Marzo de 2014). *Informe anual 2013.* Recuperado el 24 de Agosto de 2020, de Santander: <https://www.santander.com/content/dam/santander-com/es/documentos/informe-anual/2013/IA-2013-Informe%20Anual%202013-10-es.pdf>
- Banco Santander. (Marzo de 2015). *Informe anual 2014.* Recuperado el 24 de Agosto de 2020, de Santander: <https://www.santander.com/content/dam/santander-com/es/documentos/informe-anual/2014/IA-2014-Informe%20Anual%202014-10-es.pdf>
- Banco Santander. (Febrero de 2016). *Informe anual 2015.* Recuperado el 24 de Agosto de 2020, de Santander:
<https://www.santander.com/content/dam/santander-com/es/documentos/informe-anual/2015/IA-2015-Informe%20Anual%202015-10-es.pdf>
- Banco Santander. (Marzo de 2017). *Informe Anual 2016.* Recuperado el 24 de Agosto de 2020, de Santander: <https://www.santander.com/content/dam/santander-com/es/documentos/informe-anual/2016/IA-2016-Informe%20Anual%202016-20-es.pdf>
- Banco Santander. (Febrero de 2018). *Informe anual 2017.* Recuperado el 24 de Agosto de 2020, de Santander:
<https://www.santander.com/content/dam/santander-com/es/documentos/informe-anual/2017/IA-2017-Informe%20Anual%202017-20-es.pdf>

- Banco Santander. (2019). *Información sobre Gobierno Corporativo*. Recuperado el 25 de Agosto de 2020, de cnmv.es:
<http://www.cnmv.es/portal/Consultas/EE/InformacionGobCorp.aspx?nif=A39000013>
- Banco Santander. (Febrero de 2019). *Informe Anual 2018*. Recuperado el 24 de Agosto de 2020, de Santander:
<https://www.santander.com/content/dam/santander-com/es/documentos/informe-anual/2018/IA-2018-Informe%20anual-20-es.pdf>
- Banco Santander. (20 de Febrero de 2020). *Informe anual 2019*. Recuperado el 24 de Agosto de 2020, de Santander:
<https://www.santander.com/content/dam/santander-com/es/documentos/informe-anual/2019/ia-2019-informe-anual-es.pdf>
- Banco Santander. (28 de Abril de 2020). *Presentación institucional*. Recuperado el 24 de Agosto de 2020, de Santander.com:
<https://www.santander.com/es/accionistas-e-inversores/informacion-general#presentacion-institucional>
- Banco Santander S.A. (20 de Febrero de 2020). *Informes anuales*. Recuperado el 24 de Agosto de 2020, de Santander.com:
<https://www.santander.com/es/accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informe-anual>
- BME. (s.f.). *¿Qué es el MAB?* Recuperado el 21 de Mayo de 2020, de Mercado Alternativo Bursátil:
https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_QueEs.aspx
- BME. (20 de Marzo de 2020). *IBEX 35*. Recuperado el 14 de Mayo de 2020, de bolsamadrid.es: javascript:sacaVentana('/docs/SBolsas/InformesSB/FS-lbex35_ESP.pdf')
- BME. (20 de Marzo de 2020). *IBEX MAB 15*. Recuperado el 21 de Mayo de 2020, de bolsamadrid.es: javascript:sacaVentana('/docs/SBolsas/InformesSB/fs-mab15_esp.pdf')
- BME. (Marzo de 2020). *IBEX Medium Cap*. Recuperado el 20 de Mayo de 2020, de bolsademadrid.es: javascript:sacaVentana('/docs/SBolsas/InformesSB/FS-MediumCap_ESP.pdf')
- BME. (Marzo de 2020). *IBEX Small Cap*. Recuperado el 21 de Mayo de 2020, de bolsamadrid.es: javascript:sacaVentana('/docs/SBolsas/InformesSB/FS-SmallCap_ESP.pdf')
- Brandirectory. (2020). *Utilities 50 2020 Ranking*. Recuperado el 19 de Septiembre de 2020, de Brandirectory: <https://brandirectory.com/rankings/utilities/table>
- BrandZ. (2019). *Brand Z Top 5 Ranking 2019*. Recuperado el 19 de Septiembre de 2020, de brandz.com:
https://www.brandz.com/admin/uploads/files/BrandZ_Spain_EN_Infographic.png
- Dorsey, P. (2008). *El pequeño libro que genera riqueza*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

IBEX 35 Y ANÁLISIS FUNDAMENTAL DEL BANCO SANTANDER E IBERDROLA POR LA METODOLOGÍA DEL VALOR INTRÍNSECO

elEconomista. (s.f.). *Ranking de Empresas del sector Comercio de energía eléctrica*. Recuperado el 19 de Septiembre de 2020, de elEconomista: <https://ranking-empresas.eleconomista.es/sector-3514.html>

elplural. (30 de Octubre de 2019). *Banco Santander, la marca financiera más valiosa de Europa*. Recuperado el 26 de Agosto de 2020, de elplural.com: https://www.elplural.com/economia/banco-santander-marca-financiera-mas-valiosa-europa_226762102

EP BRANDS. (21 de Mayo de 2020). *Los empleados de Banco Santander respaldan el modelo de teletrabajo*. Recuperado el 7 de Septiembre de 2020, de elplural: https://www.elplural.com/economia/empresas/empleados-banco-santander-respaldan-modelo-teletrabajo_240201102

Expansión. (9 de Julio de 2018). *Repsol, Cepsa y Galp rompen los precios de la luz y baten a Iberdrola y Endesa*. Recuperado el 19 de Septiembre de 2020, de Expansión: <https://www.expansion.com/empresas/energia/2018/07/09/5b432f2746163fe18d8b45aa.html>

Expansión. (26 de Enero de 2019). *Así es la jungla de las 273 eléctricas que hay en España*. Recuperado el 19 de Septiembre de 2020, de Expansión: <https://www.expansion.com/empresas/energia/2019/01/26/5c4b7041468aeb363e8b4588.html>

F., G. (15 de Abril de 2020). *Latin America's 50 largest banks by assets, 2020*. Recuperado el 27 de Agosto de 2020, de S&P Global Market Intelligence: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/latin-america-s-50-largest-banks-by-assets-2020-58040908>

Finanzas para todos. (s.f.). *¿Qué es la CNMV y cómo te puede ayudar?* Recuperado el 3 de Agosto de 2020, de Finanzas para todos: <https://www.finanzasparatodos.es/es/secciones/actualidad/papelCNMV.html>

Gámez, C. (30 de Julio de 2020). *España, líder de desempleo en Europa con una tasa del 15,6% y por delante incluso de Grecia*. Recuperado el 28 de Agosto de 2020, de 20minutos: <https://www.20minutos.es/noticia/4340075/0/espana-paro-eurostat-tasa-lider/?autoref=true>

Guia Financiación Empresarial. (20 de Noviembre de 2019). *Ranking de los mayores bancos del mundo: BBVA y Santander entre ellos*. Recuperado el 24 de Agosto de 2020, de Guia Financiación Empresarial: <https://guiafinem.com/ranking-los-mayores-bancos-del-mundo-bbva-santander/>

Iberdrola. (17 de Febrero de 2015). *Cuentas anuales e informe de gestión correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2014*. Recuperado el 21 de Septiembre de 2020, de CNMV: <https://www.cnmv.es/AUDITA/2014/15538.pdf>

Iberdrola. (23 de Febrero de 2016). *Cuentas anuales, informe de gestión e informe de auditoría (consolidado) 2015 [PDF]*. Recuperado el 19 de Septiembre de 2020, de Iberdrola: <https://www.iberdrola.com/accionistas-inversores/informes-anuales/2015#4>

- Iberdrola. (21 de Febrero de 2017). *Cuentas anuales, informe de gestión e informe de auditoría 2016 (consolidadas) [PDF]*. Recuperado el 19 de Septiembre de 2020, de Iberdrola: <https://www.iberdrola.com/accionistas-inversores/informes-anuales/2016#3>
- Iberdrola. (20 de Febrero de 2018). *Cuentas anuales, informe de gestión e informe de auditoría (consolidadas) 2017 [PDF]*. Recuperado el 19 de Septiembre de 2020, de Iberdrola: <https://www.iberdrola.com/accionistas-inversores/informes-anuales/2017#2>
- Iberdrola. (19 de Febrero de 2019). *Cuentas anuales, informe de gestión e informe de auditoría (consolidadas) 2018 [PDF]*. Recuperado el 19 de Septiembre de 2020, de Iberdrola: <https://www.iberdrola.com/accionistas-inversores/informes-anuales/2018#1>
- Iberdrola. (Febrero de 2020). *Informe integrado 2020*. Recuperado el 13 de Septiembre de 2020, de Iberdrola: <https://www.iberdrola.com/accionistas-inversores/informes-anuales>
- Iberdrola. (24 de Febrero de 2020). *Informes anuales*. Recuperado el 13 de Septiembre de 2020, de Iberdrola: <https://www.iberdrola.com/accionistas-inversores/informes-anuales>
- Iberdrola. (s.f.). *A la vanguardia en transformación digital*. Recuperado el 20 de Septiembre de 2020, de Iberdrola: <https://www.iberdrola.com/innovacion/transformacion-digital>
- Iberdrola. (s.f.). *Cuentas anuales, informe de gestión e informe de auditoría (consolidadas) 2019 [PDF]*. Recuperado el 19 de Septiembre de 2020, de Iberdrola: <https://www.iberdrola.com/accionistas-inversores/informes-anuales>
- Iberdrola. (s.f.). *El compromiso climático del grupo Iberdrola*. Recuperado el 13 de Agosto de 2020, de Iberdrola: <https://www.iberdrola.com/sostenibilidad/contracambio-climatico>
- Iberdrola. (s.f.). *Informe anual de gobierno corporativo*. Recuperado el 14 de Septiembre de 2020, de Iberdrola: <https://www.iberdrola.com/accionistas-inversores/informes-anuales>
- Iberdrola. (s.f.). *Informe anual sobre remuneraciones de los consejeros*. Recuperado el 14 de Septiembre de 2020, de Iberdrola: <https://www.iberdrola.com/accionistas-inversores/informes-anuales>
- Iberdrola. (s.f.). *Somos la 'utility' española más innovadora y la tercera del mundo por recursos destinados a I+D+i*. Recuperado el 20 de Septiembre de 2020, de Iberdrola: <https://www.iberdrola.com/innovacion/nuestros-negocios>
- IBEX 35. (s.f.). Recuperado el 14 de Mayo de 2020, de Wikipedia: https://es.wikipedia.org/wiki/IBEX_35#Componentes_hist%C3%B3ricos
- Índice IBEX 35. (s.f.). Recuperado el 14 de Mayo de 2020, de TradingView: <https://es.tradingview.com/symbols/TVC-IBEX35/>

IBEX 35 Y ANÁLISIS FUNDAMENTAL DEL BANCO SANTANDER E IBERDROLA POR LA METODOLOGÍA DEL VALOR INTRÍNSECO

- InterBrands. (2019). *Mejores Marcas Españolas 2019*. Recuperado el 19 de Septiembre de 2020, de Interbrand: <https://www.interbrand.com/es/best-brands/best-spanish-brands/2019/ranking/>
- M., M. (22 de Junio de 2019). *Los cinco grandes bancos ya copan el 70% del mercado con menos competencia*. Recuperado el 27 de Agosto de 2020, de Expansión: <https://www.expansion.com/empresas/banca/2019/06/22/5d0cd7ede5fdea16328b4599.html>
- Marketscreener. (s.f.). *BANCO SANTANDER, S.A. (SAN)*. Recuperado el 9 de Septiembre de 2020, de Marketscreener: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/BANCO-SANTANDER-S-A-69308/financials/>
- Martínez, M. (22 de Junio de 2019). *Los cinco grandes bancos ya copan el 70% del mercado con menos competencia*. Recuperado el 27 de Agosto de 2020, de Expansión: <https://www.expansion.com/empresas/banca/2019/06/22/5d0cd7ede5fdea16328b4599.html>
- Martínez, V. (4 de Febrero de 2019). *La gran banca ingresa ya un 8,5% más por comisiones*. Recuperado el 26 de Agosto de 2020, de elmundo.es: <https://www.elmundo.es/economia/ahorro-y-consumo/2019/02/04/5c572deffdddf5068b4689.html>
- Molina, A. G. (s.f.). *Estas son las crisis que afectarán a la banca en 2020 (y cómo afrontarlas)*. Recuperado el 7 de Septiembre de 2020, de El Confidencial: https://www.elconfidencial.com/empresas/2020-04-17/crisis-banca-2020-como-afrontarla_2550375/
- Montes, L. (18 de Diciembre de 2018). *Por qué Repsol y Cepsa se han volcado en el negocio de comercialización de electricidad*. Recuperado el 22 de Septiembre de 2020, de Business Insider: <https://www.businessinsider.es/empresas-petroleras-entran-comercializacion-electricidad-343847>
- Morningstar. (s.f.). *Banco Santander SA ADR - Key Ratios*. Recuperado el 30 de Agosto de 2020, de Morningstar.com: <https://www.morningstar.com/stocks/xnys/san/quote>
- Morningstar. (s.f.). *Iberdrola SA IBDSF*. Recuperado el 21 de Septiembre de 2020, de Morningstar: <https://financials.morningstar.com/ratios/r.html?t=0P0000BU1E&culture=en&platform=sal>
- Nuevas Comisiones Bancos del 2020. (s.f.). Recuperado el 26 de Agosto de 2020, de sincomisiones.org: <https://sincomisiones.org/nuevas-comisiones-bancos-2020>
- Portillo, J. (24 de Junio de 2020). *El FMI eleva la caída del PIB español en 2020 del 8% al 12,8% tras el confinamiento*. Recuperado el 28 de Agosto de 2020, de CincoDías: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/06/24/economia/1592996411_001401.html
- R., S. (23 de Febrero de 2020). *¿Y si Santander, BBVA y CaixaBank compartieran gastos?* Recuperado el 27 de Agosto de 2020, de Expansión:

<https://www.expansion.com/empresas/banca/2020/02/23/5e527a13e5fdea28058b45ba.html>

Real Academia Española de la Lengua. (s.f.). *Diccionario de la lengua española*. Recuperado el 24 de Agosto de 2020, de Real Academia Española: <https://dle.rae.es/banco>

Roldán, P. N. (s.f.). *Bolsa de valores*. Recuperado el 14 de Mayo de 2020, de Economipedia: <https://economipedia.com/definiciones/bolsa-de-valores.html>

Santander. (28 de Julio de 2020). *Informe Financiero 1S'20*. Recuperado el 7 de Septiembre de 2020, de Santander: <https://www.santander.com/es/accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/resultados-trimestrales>

Santander. (28 de Abril de 2020). *Informe financiero 1T*. Recuperado el 8 de Septiembre de 2020, de Santander: <https://www.santander.com/es/accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera#resultados-trimestrales>

SEB Group. (s.f.). *Swap rates*. Recuperado el 19 de Septiembre de 2020, de sebgrou: <https://sebgrou.com/large-corporates-and-institutions/prospectuses-and-downloads/rates/swap-rates>

Sociedad de Bolsa. (s.f.). Recuperado el 14 de Mayo de 2020, de Bolsa y Mercados Españoles: <https://www.bmerv.es/esp/SBolsas/Sbolsas.aspx>

Statista. (s.f.). *Ranking de las principales entidades bancarias en Europa en 2019*. Recuperado el 5 de Agosto de 2020, de Department, S.R.: <https://es.statista.com/estadisticas/567880/bancos-mas-grandes-en-europa-segun-volumen-de-activos-totales/>

Superintendencia General de Valores. (s.f.). *¿Quiénes participan en el mercado de valores?* Recuperado el 3 de Septiembre de 2020, de SUGEVAL: <https://www.sugeval.fi.cr/mercadovalores/Paginas/ParticipantesMercado.aspx>

Susana Gil. (s.f.). *IBEX 35*. Recuperado el 14 de Mayo de 2020, de Economipedia: <https://economipedia.com/definiciones/ibex-35.html>

TIKR. (s.f.). *Banco Santander, S.A. (SAN)*. Recuperado el 9 de Septiembre de 2020, de TIKR Terminal: <https://app.tikr.com/stock/about?cid=305304&tid=2660059>

TIKR Terminal. (s.f.). *Banco Santander, S.A. (SAN)*. Recuperado el 30 de Agosto de 2020, de TIKR: <https://app.tikr.com/stock/financials?cid=323930&tid=20240441>

Unión Europea. (28 de Noviembre de 2018). *La visión estratégica europea a largo plazo de una economía próspera, moderna, competitiva y climáticamente neutra*. Recuperado el 20 de Septiembre de 2020, de Europa.eu: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:52018DC0773&from=EN>

Wikipedia. (5 de Agosto de 2020). *Banco Santander*. Recuperado el 24 de Agosto de 2020, de Wikipedia: https://es.wikipedia.org/wiki/Banco_Santander

Wikipedia. (16 de Agosto de 2020). *Iberdrola*. Recuperado el 13 de Septiembre de 2020, de Wikipedia: https://es.wikipedia.org/wiki/Iberdrola#L%C3%ADneas_de_negocio

IBEX 35 Y ANÁLISIS FUNDAMENTAL DEL BANCO SANTANDER E IBERDROLA POR LA METODOLOGÍA DEL VALOR INTRÍNSECO

Yebra, D. (1 de Agosto de 2016). *Facebook, Apple y Google amenazan el negocio de la banca tradicional*. Recuperado el 7 de Septiembre de 2020, de eleconomista: <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/7739670/08/16/Facebook-Apple-y-Google-amenazan-el-negocio-de-la-banca-tradicional.html>